

MARIUS

SCANDINAVIAN INSTITUTE OF MARITIME LAW

Kristen Vegge

Ny institusjonell regulering av det
finansielle kraftmarkedet

Særlig om unntakene fra reglene

Ny institusjonell regulering av det finansielle kraftmarkedet

Særlig om unntakene fra reglene

Kristen Vegge

Ny institusjonell regulering av det finansielle kraftmarkedet

Særlig om unntakene fra reglene



Marlus nr. 375

Sjørettsfondet
Nordisk institutt for sjørett
Universitetet i Oslo

ISSN: 0332-7868 © Sjørettsfondet, 2009
Universitetet i Oslo
Postboks 6706 St. Olavs plass
N-0130 Oslo

Besøksadresse: Karl Johans gate 47

Telefon: 22 85 97 48
Telefaks: 22 85 97 50
E-post: sjorett-adm@jus.uio.no
Internett: www.jus.uio.no/nifs

Redaktør: Postdoktor Alla Pozdnakova

Trykk: Lobo media

Forord

Denne fremstillingen ble i hovedsak skrevet mens jeg var vitenskapelig assistent ved Nordisk institutt for sjørett, avdeling for petroleums- og energirett.

Det faglige og sosiale miljøet ved avdelingen, og instituttet for øvrig, er svært inspirerende å arbeide i og jeg er takknemlig for å ha fått lov til å være en del av dette.

Jeg retter en spesiell takk til min veileder, og senere kollega, Odd-Harald Wasenden som loste meg gjennom et fagfelt og et rettsområde som jeg hadde svært lite kjennskap til fra før. En annen av mine kolleger, Knut Bergo, sier at derivatrett er et dannelsesfag. Kanskje han har rett, jeg er i hvert fall glad for å ha fått bruke av instituttets ressurser for å sette meg inn i dette spennende feltet.

Særlig takk også til avdelingsleder Ulf Hammer og bibliotekar Inger Hamre, og alle mine hyggelige kolleger.

Kristen Vegge

Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	Presentasjon av emnet og den videre fremstilling	1
1.1.1	Oppgavens tema	1
1.1.2	Unntakene skal revideres	2
1.1.3	Den videre framstilling	2
2	NÆRMERE OM DE NYE REGLENE	3
2.1.1	Innledning	3
2.2	Motivene for de nye reglene	3
2.2.1	Overordnede hensyn bak regelverket	3
2.2.2	MiFID	4
2.2.3	Kapitaldekningsdirektivet	5
2.2.4	Hensyn bak unntakene	6
2.3	Verdipapirhandeloven av 2007	6
2.4	MiFID	7
2.4.1	Strukturen i direktivet	7
2.4.2	Adgangen til å avvike fra direktivet	8
2.5	Kapitaldekningsdirektivet	11
2.5.1	Adgangen til å avvike fra direktivet	12
2.6	Oversikt over konsesjonsbetingelsene	12
2.6.1	Sentrale organisatoriske betingelser for verdipapirforetak	12
2.6.2	Sentrale operasjonelle betingelser for verdipapirforetak	13
2.7	Single Passport	14
2.7.1	Kort om den praktiske betydning av Single Passport	14
2.7.2	Er Single Passport relevant for aktørene i det finansielle kraftmarkedet?	14
3	INNFØRING OM VAREDERIVATER OG OVERSIKT OVER DET FYSISKE OG DET FINANSIELLE KRAFTMARKEDET	15
3.1.1	Innledning	15
3.2	Varederivater	15
3.2.1	Generelt om derivater	15
3.2.2	Varederivater	16
3.2.3	Standardiserte kontrakter	16

3.3	Det nordiske kraftmarkedet.....	17
3.3.1	Det fysiske kraftmarkedet.....	17
3.3.2	Det finansielle kraftmarkedet	18
3.3.3	Mer om de enkelte kontraktene:	20
3.4	Aktørene i det finansielle kraftmarkedet	22
4	VAREDERIVATUNNTAKENE FRA DE NYE REGLENE.....	27
4.1	Innledning	27
4.2	Rettskildespørsmål.....	27
4.2.1	Rettsavgjørelser	28
4.2.2	Lovtekst og direktivtekst	28
4.2.3	Norske forarbeider	29
4.2.4	Formålsbetraktninger, fortale	32
4.2.5	Uttalelser fra forvaltningsorganer, forvaltningspraksis.	33
4.3	«Kunde av hovedvirksomhet-unntaket»	33
4.3.1	Begrepet «hovedvirksomhet»	35
4.3.2	Aktiviteten må være <i>tilknyttet</i> hovedvirksomheten.....	36
4.3.3	Utslippstillatelser og klimatiske variabler	37
4.3.4	Andre markeder.....	38
4.3.5	Andre vilkår?	39
4.3.6	Må det dreie seg om prissikring?	39
4.3.7	Er det krav til omfanget av kundeforholdet?	39
4.3.8	Hvilke tjenester er unntatt under unntaket?	40
4.4	Egenhandel-unntaket»	40
4.4.1	Hvilke tjenester er omfattet av unntaket?.....	42
4.5	Garantert av oppgjørsmember-unntaket»	45
4.5.1	Til hvem kan det ytes tjenester under unntaket?	47
4.5.2	Hva slags tjenester er omfattet av unntaket?	49
4.6	Unntakene fra kapitaldekningsdirektivet	51
4.7	Oppsummering om unntakene	53
5	RETTSPOLITISK VURDERING	55
5.1	Innledning	55
5.2	Markedsintegrasjon	55
5.3	Markedsstabilitet og -effektivitet	56
5.4	Økning av EU-foretaks globale konkurransevne.....	57
5.5	Markedsintegritet og investorbekyttelse.....	57

5.6	Utjevning av konkurransevilkår	58
5.6.1	Er konkurransevridding et reelt problem?	59
5.6.2	Aktørenes syn på saken	60
5.6.3	Avskallingseffekter?	63
5.6.4	Vil unntakene rent faktisk påvirke kundenes valg? ...	64
5.7	Leveringssikkerhet i de fysiske markedene.....	66
5.8	Oppsummering, bør unntakene opprettholdes?	67
6	AVSLUTNING	69
	KILDELISTE	71
	TIDLIGERE UTGAVER AV MARIUS	77
	BØKER UTGITT AV SJØRETTSFONDET FRA 1990.....	78

1 Innledning

1.1 Presentasjon av emnet og den videre fremstilling

Stortinget vedtok juni 2007 ny lov om verdipapirhandel.¹ Loven implementerer ny EU-lovgivning på verdipapirhandelens område, som gjennom EØS-samarbeidet er bindende for Norge. Kort sagt er betingelsene for å drive virksomhet innen dette området blitt mer detaljerte, samtidig som nedslagsfeltet for reglene er utvidet. Blant annet er varederivater, herunder kraftderivater, omfattet av de nye reglene.² I Norge foregår en omfattende handel med kraftderivater på den fellesnordiske kraftbørsen Nord Pool.³

1.1.1 Oppgavens tema

De nye reglene medfører i utgangspunktet at aktører i det finansielle kraftmarkedet pålegges krav om konsesjon for å kunne yte investeringstjenester knyttet til kraftderivatkontrakter, men det er en rekke unntak i regelverket som gjør at de aller fleste aktørene likevel slipper konsesjonsplikt. Tilsvarende er det i utgangspunktet krav til kapitaldekning for disse aktørene, mens unntak gjør at mange slipper unna også dette kravet. Disse unntakene er hovedtema for denne fremstillingen. Hvor de materielle grensene for

¹ Lov av 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel. (vphl 2007)

² I Norge har verdipapirhandelloven omfattet handel med varederivater siden 2001, men det har ikke vært konsesjonsplikt for varederivatforetak. Endringene kom inn i loven gjennom lov 15. juni 2001 nr. 42, endringslov til verdipapirhandelloven.

³ Det foregår også handel i kraftderivater utenfor Nord Pool, i det såkalte bilaterale markedet. De nye reglene gjelder også for dette markedet.

unntakene går, er naturlig nok sentralt, men jeg vil også forsøke å se på noen rettspolitiske problemstillinger knyttet til unntakene.

1.1.2 Unntakene skal revideres

Kommisjonen har satt i gang et arbeid med revisjon av unntakene, og det har vært en høringsrunde hvor aktørene har kommet med innspill til hvordan de ser på unntakene. Konklusjon på revisjonen er høsten 2008 ikke kommet ennå, men CESR⁴ har kommet med sin anbefaling til Kommisjonen⁵. Resultatet av revisjonen kan bli at unntakene opprettholdes, at de faller bort eller at det etableres en mellomløsning med et særskilt reguleringsregime for varederivatmarkedene. Men unntakene gjelder foreløpig slik de er vedtatt fra 1. november 2007 da den nye verdipapirhandelloven trådte i kraft.

1.1.3 Den videre fremstilling

Den videre fremstilling blir som følger: I kapittel 2 kommer en nærmere orientering de nye reglene for verdipapirhandel og motivene for reglene, herunder om de to EU-direktivene som ligger bak reglene. Kapittel 3 gir en kort innføring i kraftmarkedet, aktørene i markedet, og de instrumenter som handles der – altså anvendelsesområdet for de regler og unntak som denne oppgaven omfatter. Kapittel 4 inneholder de materielle drøftelsene av hvor grensene for unntakene går, sammen med en rettskildedrøftelse. I kapittel 5 drøfter jeg unntakene rettspolitisk, før en kort oppsummering kommer i det avsluttende kapittel 6.

⁴ CESR, The Committee of European Securities Regulators.

⁵ Mer om CESRs anbefaling i avsnitt 5.8.

2 Nærmere om de nye reglene

2.1 Innledning

Endringene i de europeiske finansmarkedene som følge av den nye EU-lovgivningen er betydelige. Svært mange aktører omfattes, og de må implementere til dels helt nye rutiner og systemer for å oppfylle de nye kravene. I dette kapittelet gir jeg en oversikt over hva de nye reglene går ut på.

Det kommer først en oversikt over motivene for de nye reglene og deretter en kort orientering om relevante endringer fra den forrige verdipapirhandelloven til verdipapirhandelloven av 2007 når det gjelder varederivatforetak. Jeg gir også en orientering om de aktuelle direktivene, og en oversikt over konsesjonskravene i den nye loven. Dessuten drøfter jeg om det er anledning til å avvike fra direktivene i implementeringen av direktivene. Til slutt gir jeg en orientering om «single passport». Gjennom single passport skal konsesjon i et medlemsland også være gyldig i alle andre land innenfor EØS-samarbeidet.

2.2 Motivene for de nye reglene

2.2.1 Overordnede hensyn bak regelverket

EU har arbeidet med den såkalte Financial Services Action Plan (FSAP) i mange år. Endelige målsettinger for planen ble formulert i 1999⁶. Hovedmålsettinger for planen er økt grad av integrasjon av de europeiske finansmarkedene og økt likviditet i markedene. Gjennom dette søker man å bidra til effektivisere økonomien –

⁶ Gjennom kommunikeet COM(1999)232, Financial Services: Implementing the framework for financial markets: Action Plan.

gjennom økt likviditet i markedene, og dessuten å øke det europeiske markedets komparative konkurransevne overfor andre markeder, f. eks USA og Asia. FSAP bidrar således til å gjennomføre prinsippene i EU-traktaten og de fire friheter, gjennom å bidra til fri flyt av kapital og tjenester. Planen begynner å nærme seg fullført og alle de sentrale direktivene i planen har nå kommet på plass. De to mest sentrale direktivene er Market Abuse Directive (MAD, eller markedsmisbruksdirektivet)⁷ og Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)⁸.

Markedsmisbruksdirektivet dreier seg – som navnet antyder – om markedsatferd og går i korthet ut på å innføre harmoniserte regler for informasjonsplikt og forbud mot innsidehandel og markedsmisbruk i de europeiske finansmarkedene.⁹ Det sentrale i markedsmisbruksdirektivet er dermed å skape økt tillit til markedene, eller mer presist – å øke tilliten til prissettingen i markedene. Markedsmisbruksdirektivet gjelder fullt ut for varederivatmarkedene.

2.2.2 MiFID

MiFID dreier seg mer om institusjonelle enn om atferdsmessige regler. Direktivet har samme overordnede målsetting som markedsmisbruksdirektivet – økt likviditet i markedene, men virkemidlene retter seg mot tilsynsmyndighetene og finansindustrien som gjennom MiFID får nye rammebetingelser og reguleringsregimer å forholde seg til. Økt likviditet skal oppnås gjennom å forfølge to akser – økt integrasjon gjennom harmonisering av nasjonale regelverk og økt tillit til markedene (integritet) gjennom styrket investor-

⁷ Directive 2003/6/EC

⁸ Directive 2004/39/EC

⁹ Markedsmisbruksdirektivets innflytelse på det finansielle kraftmarkedet er behandlet i Wasenden: Om det finansielle kraftmarkedet.

beskyttelse. Enkelt sagt kan hele MiFID-regelverket forstås langs disse to aksene. Direktivet består på den ene siden av detaljerte regler som skal sikre investorers beskyttelse, mens det faktisk at MiFID er bindende for hele EU (og EØS) på den andre siden skal sikre et harmonisert regelverk i alle medlemslandene. Håpet er at harmonisert regelverk skal føre til en friere flyt både av den investerte kapitalen og av investeringstjenester. Ved at de samme rammebetingelser gjelder i ulike land, ønsker man at flere tilbydere av investeringstjenester skal tilby sine tjenester i andre land, for på den måten å øke konkurransen mellom tilbyderne. I en oppsummering av MiFID fra EU-parlamentet heter det:

«The Directive will increase harmonisation of national rules and give investment firms an effective «single passport», which will allow them to operate throughout the European Union on the basis of authorisation in their home Member State.»¹⁰

Både markedsplassene – børser og lignende, og rene tjenestetilbydere – for eksempel meglere – omfattes av reglene. Det er altså meningen å øke konkurransen både mellom ulike investeringsforetak og mellom ulike markedsplasser. Dette skal igjen føre til at kundene kommer bedre ut, slik at de i enda større grad enn i dag ønsker å plassere sine eiendeler i de europeiske finansmarkedene. Denne effekten skal forsterkes gjennom forbedret investorbeskyttelse som skal gjøre det ytterligere attraktivt å investere i disse markedene.

2.2.3 Kapitaldekningsdirektivet

Capital Adequacy Directive (CAD, heretter kalt kapitaldekningsdirektivet)¹¹ er ikke opprinnelig er en del av FSAP, men omfatter

¹⁰ COD/2002/0269 : 21/04/2004 - Final legislative act

¹¹ Directive 2006/49/EC.

mange av de samme aktørene som MiFID og markedsmisbruksdirektivet. Kapitaldekningsdirektivet gir regler for kapitaldekning i banker og investeringsforetak, og det har i likhet med MiFID unntak som er av betydning for aktører i kraftmarkedet. Kort fortalt krever kapitaldekningsdirektivet at det aktuelle foretak stiller en sikkerhetskapskapital som avspeiler den risiko foretaket er eksponert for. Hensikten med dette er blant annet å gjøre kapital mer risikosensitiv, slik at allokering av kapitalen optimaliseres. Det skal både bidra til effektivisering av økonomien og til å øke den finansielle stabiliteten i markedene.

2.2.4 Hensyn bak unntakene

Når det gjelder unntakene, er ikke hensynene bak like åpenbare og det kan være ulike motiver bak unntakene fra MiFID og unntaket fra kapitaldekningsdirektivet. For MiFIDs del vises det blant annet til at innslaget av profesjonelle aktører er høyt i varederivatmarkedene, slik at behovet for investorbeskyttelse ikke er det samme som i andre markeder. Jeg kommer tilbake til dette i den rettspolitiske drøftelsen i kapittel 5. Men her kan det oppstå konflikt mellom ulike hensyn – dersom målet er å styrke investorbeskyttelsen for å få flere investorer inn i markedene, kan det da vært et gyldig argument for unntak at det tross alt er så få som har behov denne beskyttelsen?

2.3 Verdipapirhandelloven av 2007

Som nevnt er de største endringene fra den forrige verdipapirhandelloven¹² at detaljnivået i konsesjonskravene heves, samtidig som nedslagsfeltet utvides. Det var konsesjonsplikt for investerings-

¹² Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel

foretak også etter den forrige loven, og investeringsforetak som hadde konsesjon etter denne loven behøver ikke søke om ny konsesjon (vphl 2007 § 18-2 (1)), men de må naturligvis oppfylle konsesjonsvilkårene i den nye loven. Eventuelle varederivatforetak som blir konsesjonspliktige under den nye loven må søke Kredittilsynet om vanlig konsesjon for verdipapirforetak.

2.4 MiFID

MiFID inneholder, sammen med gjennomføringsdirektivet¹³ og gjennomføringsforordningen¹⁴, til dels meget detaljerte krav til hvordan verdipapirforetak og regulerte markeder skal være organisert og til hvordan de skal drives. Disse reglene er i norsk rett gjennomført i verdipapirhandelloven 2007 og i verdipapirforskriften¹⁵ og børsforskriften.¹⁶

2.4.1 Strukturen i direktivet

Tre konsepter står sentralt i forståelsen av MiFIDs oppbygning: Finansielle instrumenter (Financial Instruments), investerings-tjenester (Investment Services) og investeringsforetak (Investment Firms). Dynamikken mellom disse er slik at dersom et foretak på profesjonell basis utfører aktiviteter som faller under definisjonen for investeringstjenester, og disse aktivitetene faller under definisjonen investeringstjenester – så er foretak å anse som et investe-

¹³ Directive 2006/73/EC. Gjennomføringsdirektivet og gjennomføringsforordningen inneholder de såkalte utfyllende rettsakter til MiFID, hvor en del av de mer detaljerte reglene er plassert.

¹⁴ Commission Regulation No 1287/2006.

¹⁵ FOR 2007-06-29 nr 876: Forskrift til verdipapirhandelloven.

¹⁶ FOR 2007-06-29 nr 875: Forskrift om regulerte markeder.

ringsforetak. Dermed utløses de organisatoriske og operasjonelle reguleringene som ligger i MiFID for dette foretaket, med mindre det omfattes av de nærmere angitte unntakene.

Det er altså tre begreper som trenger presisering før man kan avgjøre hvem som omfattes av konsesjonsplikt etter MiFID: «Profesjonell basis», finansielle instrumenter» og «invsteringstjenester»

Vilkåret om profesjonell basis er nærmere omtalt i fortalen til MiFID artikkel 7:

«The purpose of this Directive is to cover undertakings the regular occupation or business of which is to provide investment services and/or perform investment activities on a professional basis. Its scope should not therefore cover any person with a different professional activity.»

Begrepet profesjonell basis knytter seg til at man utøver investeringstjenester til andre mot vederlag, men i artikkel 8 samme sted kommer det fram at også market making (prisstilling) omfattes:

«Persons administering their own assets and undertakings, who do not provide investment services and/or perform investment activities other than dealing on own account unless they are market makers [...] should not be covered by the scope of this Directive.»

Begrepene finansielle instrumenter og investeringstjenester er begge nærmere presisert i MiFID og jeg ser ikke behov for å drøfte disse videre her.

2.4.2 Adgangen til å avvike fra direktivet.

MiFID er et såkalt rammedirektiv. Det er således ikke et minimumsdirektiv i tradisjonell forstand, med minimumskrav til nasjonal lovgivning. Etter et minimumsdirektiv vil det ikke være anledning til å ha mindre streng lovgivning enn det som følger av direktivet. At MiFID er et rammedirektiv betyr egentlig ikke noe annet

enn at direktivet skal fylles ut med ytterligere rettsakter – gjennomføringsforordningen¹⁷ og gjennomføringsdirektivet.

MiFID regulerer rettigheter og plikter en lang rekke aktører, og ikke minst for ulike kategorier av aktører. Det er ikke mulig å gi noe generelt svar på i hvilken grad direktivet gir anvisning på bindende minimumsregler.¹⁸ Spørsmålet må besvares konkret etter en tolkning av direktivet, der hvor spørsmålet oppstår. Når det gjelder varederivatunntakene og de øvrige unntakene i artikkel 2 slår departementet i odelstingsproposisjonen kategorisk fast at de er bindende og må gjennomføres i den form de er angitt i direktivet:

«MiFID artikkel 2 gjør unntak fra direktivets anvendelsesområde for nærmere angitte foretak og virksomheter. Medlemsstatene er forpliktet til å gjennomføre disse unntakene i nasjonal rett, i motsetning til de unntak som følger av direktivets artikkel 3 («optional exemptions».)»¹⁹

Lest i sammenheng med artikkel 3, som departementet nevner, og sett i forhold til det overordnede mål om harmonisert lovgivning, gir dette fornuftig mening. Direktivet må sannsynligvis tolkes slik, og man kan neppe pålegge konsesjonsplikt i MiFIDs forstand med de dertil medfølgende organisatoriske og operasjonelle forpliktelser på investeringsforetak omfattet av artikkel 2-unntakene uten å komme i konflikt med EF/EØS-forpliktelsene. Men dette kan jo ikke bety at man er fullstendig avskåret fra å regulere de aktører som omfattes av unntakene. At det er anledning til reguleringer gjennom lovgivning som retter seg mot andre sider ved virksomheten enn investeringstjenester, slik man for eksempel gjør

¹⁷ Gjennomføringsforordningen er – som navnet avslører – en forordning, og den må derfor gjennomføres som den er.

¹⁸ Se Ot.prp. nr. 34 2006/2007 side 31-32.

¹⁹ Ot.prp. nr 34 2006/2007 side 67.

gjennom omsetningskonsesjonslovgivningen i energiloven,²⁰ er opplagt. Mer uklart blir det når man beveger seg inn på områder som eksplisitt reguleres i MiFID-lovgivningen. Kommisjonen skriver følgende i «call for evidence»²¹:

«An important feature of the MiFID exemptions is that they do not prohibit Member States from imposing a specific regulatory regime on the exempted entities. This presents the possibility of a patchwork of regulatory regimes erecting new barriers to provision of services.»

Kommisjonen mener altså at unntakene ikke hindrer medlemsstatene i å innføre særskilte («specific») regler for aktører som er unntatt fra MiFID. Jeg tolker Kommisjonen dit hen at det med dette menes at det er anledning til å ha et særskilt «varederivatregime», altså et eget institusjonelt reguleringsregime for aktører i varederivatmarkedene, slik man blant annet har i Storbritannia. Men skal man gi departementet rett i at unntakene er bindende i den form de er gitt i direktivet, så må resultatet bli at dette særskilte reguleringsregimet ikke kan være like omfattende som MiFID-regelverket. Hvor grensen går for hvor omfattende dette regelverket kan være uten at et medlemsland bryter sine fellesskapsforpliktelser, er ikke lett å svare på. Men Norge har uansett ikke tatt noe initiativ til et slikt regelverk – det ville for øvrig være uklokt nå, ettersom unntakene skal revideres om kort tid. Men det er heller ikke – så vidt meg bekjent – noen signaler om at man ønsker å etablere et særskilt varederivatregelverk senere, selv om unntakene skulle bli opprettholdt i dagens form.

²⁰ Lov av 29. juni 1990 nr. 50 om produksjon, omforming, overføring, omsetning, fordeling og bruk av energi m.m..

²¹ Call for evidence side 11. Call for evidence er høringsbrevet til aktørene i markedene i forbindelse med at Kommisjonen skal revidere varederivatunntakene i løpet av 2008.

Det er for øvrig klart at det ikke er anledning til å pålegge ytterligere konsesjonsbetingelser på de aktørene som faktisk er konsesjonspliktige, enn de som ligger i direktivet. Noe slikt ville komme i åpenbar konflikt med målet om harmonisert regelverk, og det framgår også eksplisitt av artikkel 31 nummer 1, andre ledd i direktivet.

Konklusjonen på dette blir følgende:

- Norge er forpliktet til å implementere varederivatunntakene i MiFID, og de materielle grensene for hvor langt unntakene rekker må være sammenfallende med grensene i direktivet.
- Norge kan ikke innføre strengere konsesjonsbetingelser enn de som ligger i direktivet.
- Det er anledning til å ha egne regler for aktører som ikke er omfattet av konsesjonskravene. Hvilket omfang disse reglene kan ha, er usikkert.

2.5 Kapitaldekningsdirektivet

Kapitaldekningsdirektivet inneholder krav til kapitaldekning, regler om beregning av kapitaldekning og regler for tilsyn med kapitaldekningskravene. Direktivets nedslagsfelt er investeringsforetak og kredittinstitusjoner. I likhet med konsesjonskrav er ikke kapitaldekningskrav noe nytt for denne bransjen, det nye er at det kommer nye beregningsregler og at nedslagsfeltet i utgangspunktet utvides. Systemet i kapitaldekningsdirektivet er at dersom et foretak faller inn under definisjonen av investeringsforetak i artikkel 4 avsnitt 1, nummer 1 i MiFID, så er foretaket omfattet av kapitaldekningskravene i direktivet, litt forenklet sagt. Det viktige er at kapitaldekningsdirektivet bruker samme avgrensning av begrepet investe-

ringsforetak som MiFID, slik at nasjonal implementering av reglene kan strømlinjeformes mest mulig.

I Norge har man valgt å holde beregningsreglene på forskriftsnivå, i kapitalkravsforskriften,²² mens selve reglene om kapitaldekningskrav inngår i konsesjonskravene i kapittel 9 i verdipapirhandeloven 2007.

2.5.1 Adgangen til å avvike fra direktivet

Direktivet inneholder selv en regel om fravikelse i artikkel 1 nummer 2, her heter det at en medlemsstat kan stille ytterligere eller strengere krav til foretakene enn det som ligger i direktivet. Kapitaldekningsdirektivet er dermed et minimumsdirektiv, som gir anvisning på minimumskrav til konsesjonsvilkår hos medlemsstatene.

2.6 Oversikt over konsesjonsbetingelsene

Her følger en stikkordmessig oversikt over de betingelser konsesjonspliktige foretak må rette seg etter.

2.6.1 Sentrale organisatoriske betingelser for verdipapirforetak

- Krav til lokalisering av hovedkontor. (vphl. § 9-8 (2) nr. 1)
- Krav til personer i ledelsen av investeringsforetak. (vphl. § 9-9 (1))
- Krav til eiere med mer enn 10 % eierskap i foretaket. (vphl. § 9-10 (1))

²² FOR 2006-12-14 nr 1506: Forskrift om kapitalkrav for forretningsbanker, sparebanker, finansieringsforetak, holdingselskaper i finanskonsern, verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond mv. (kapitalkravsforskriften).

- Medlemskap i Verdipapirforetakenes sikringsfond. (vphl. § 9-12)
- Krav til startkapital. (vphl. § 9-13)
- Krav om tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter. (vphl. § 9-11 (1) nr. 1)
- Krav om rutiner for å forebygge interessekonflikter. (vphl. § 9-11 nr. 1 og 2)
- Krav om rutiner for å lagre informasjon om alle tjenester og transaksjoner. (vphl. § 9-11 (1) nr. 7)
- Krav om rutiner for å sikre kundens eiendeler. (vphl. § 9-11 (3), (4))

2.6.2 Sentrale operasjonelle betingelser for verdipapirforetak

- Krav om rutiner for identifisering av interessekonflikter. (vphl. § 10-10)
- Krav om god forretningskikk. (vphl. § 10-11)
- Krav om beste resultat ved utførelse av ordre. (vphl. § 9-12)
- Krav til håndtering av kundeordre. (vphl. § 10-13)
- Klassifisering av kunder.
- Offentliggjøring av informasjon om transaksjoner.
- Rapportering av transaksjoner i finansielle instrumenter. (vphl. § 10-18)
- Lagring av informasjon om utførte transaksjoner. (vphl. § 9-11 (1) nr. 7)

2.7 Single Passport

2.7.1 Kort om den praktiske betydning av Single Passport

Et av de sentrale motiver bak et harmonisert regelverk for investeringsforetak i EU er at foretakene skal kunne operere på tvers av landegrensene uten å måtte skaffe seg konsesjon i hvert enkelt land. Har man skaffet seg konsesjon i hjemlandet, skal denne konsesjonen kunne brukes som et «single passport», og være gyldig i alle andre medlemsland (MiFID artikkel 31). Alt som kreves er at man underretter tilsynsmyndigheten i det aktuelle landet om at man ønsker å starte virksomhet der. Slik virksomhet kan enten foregå gjennom hovedselskapet eller gjennom en filial (artikkel 32).

2.7.2 Er Single Passport relevant for aktørene i det finansielle kraftmarkedet?

Jeg har vært i kontakt med en del av aktørene, og framlagt dette spørsmålet. Min undersøkelse tyder på at dette per i dag ikke er så aktuelt for aktører som ikke allerede opererer i flere land. Energiselskapene tilkjenner ikke noen stor interesse for passet, det tyder på at de ikke har ambisjoner om å handle utenfor det nordiske markedet. Når det gjelder investeringsbankene og handelsbankene, har disse allerede konsesjon for å drive investeringstjenester i andre markeder enn kraftmarkedet – når nå denne konsesjonen konverteres til et EU-pass vil jo dette si at de kan dra nytte av den i andre land, slik sett må single passport sies å være en fordel for disse aktørene.

3 Innføring om varederivater og oversikt over det fysiske og det finansielle kraftmarkedet

3.1 Innledning

Derivater, og særlig varederivater, kan for den som ikke har arbeidet med det høres fremmed og eksotisk ut. Jeg skal derfor gi en kort innføring om derivater.

I dette kapitlet kommer også en oversikt over hvordan det nordiske kraftmarkedet fungerer. Kraftmarkedet består av en fysisk og en finansiell del. Det er det finansielle markedet som er gjenstand for reguleringen som drøftes i denne oppgaven, men det er nødvendig også å vite noe om hvordan det fysiske markedet fungerer. Det har blant annet å gjøre med at mange aktører opererer i begge markedene, og at virksomheten i det fysiske markedet stort sett er det som gir grunnlag for unntak fra konsesjonsplikt. Jeg gir også en oversikt over ulike kategorier av aktører i det finansielle kraftmarkedet.

3.2 Varederivater

3.2.1 Generelt om derivater

Derivater er – som navnet antyder – kontrakter som er avledet av noe annet – derivatets underliggende aktivum. Dette underliggende aktivum kan være finansielle instrumenter, tjenester eller fysiske varer.²³ Kort forklart er derivater kontrakter med oppgjør en gang i

²³ Dessuten valuta og renter, som ikke regnes som finansielle instrumenter, og indekser av ulike typer – for eksempel en aksjeindeks eller en nedbørsindeks.

fremtiden, som for eksempel en aksjeopsjonsavtale. Derivater gir mulighet for å redusere (eller øke) eksponeringen mot prisendringer i det underliggende aktivum over tid. Handel i derivater kan altså skje i prissikringsøyemed som et ledd i risikostyring (risk management), ved at en investor eller aktør i det underliggende aktivum ønsker å sikre seg mot prisutviklingen i underliggende. Men det kan også skje som en ren spekulasjon for å tjene penger på kursvariasjonene, og arbitrasje²⁴ mellom det underliggende aktivum og derivatene.

3.2.2 Varederivater

Varederivater er derivater hvor det underliggende aktivum er en fysisk vare – typisk en råvare. MiFID og kapitaldekningsdirektivet bruker betegnelsen commodities derivatives. Commodities kan vel best oversettes med varer eller handelsvarer, men den danske versjonen av direktivene bruker begrepet «derivater basert på råvarer». Skillet mellom råvarer og varer er i seg selv neppe vesentlig, det avgjørende er om det underliggende aktivum i det hele tatt er å regne som vare eller råvare.

3.2.3 Standardiserte kontrakter

Det er avgjørende for utviklingen av et likvid derivatmarked at det underliggende aktivum kan standardiseres når det gjelder kvalitet og kvantum. For verdipapirer, renter og valuta vil det ikke være noe problem. Men for varer oppstår det behov for standarder. Når det gjelder olje er for eksempel kvantum standardisert til fat, mens kvalitet knyttes til for eksempel Brent Blend (Nordsjøolje fra Brentfeltet) eller West Texas Intermediate Crude Oil (WTI).

²⁴ Arbitrasjehandel: Handel i to markeder eller to instrumenter simultant for å tjene penger på ulikheter i kursen på det samme aktivum.

3.3 Det nordiske kraftmarkedet

3.3.1 Det fysiske kraftmarkedet

Det norske kraftmarkedet ble – som det første i Norden, og et av de første i verden – deregulert i 1991. I kjølvannet av liberaliseringen opprettet Statnett en sentral handelsplass for fysisk og finansiell krafthandel i 1993 – Statnett Marked. Denne handelsplassen ble senere til Nord Pool, og etter hvert har de øvrige nordiske landene (utenom Island) kommet med i markedet. Dermed har vi i dag et fellesnordisk kraftmarked. Rent fysisk er ledningsnettene i Norge, Sverige, Finland og Øst-Danmark²⁵ (Sjælland) forbundet med hverandre, og de «svinger i takt». Det vil si at frekvensen på vekselstrømmen i en stikkontakt i Finnmark, vil være i perfekt takt med strømmen i en kontakt i København. Mellom de ulike regioner i Norden går det kabler som gjør at kraft til enhver tid kan kanaliseres til det området som har størst behov. Forholdene ligger dermed til rette for et nordisk spotmarked hvor det samlede tilbud og den samlede etterspørsel avgjør prisen på kraft.²⁶ Den prisen som

²⁵ Vest-Danmark (Jylland og Fyn) er fysisk sett et eget kraftområde, som dermed ikke «svinger i takt» med resten av Norden. Kraft som skal overføres mellom Vest-Danmark og resten av Norden må gjennom likerettere for å kunne overføres. Dette fører til at Vest-Danmark ofte vil ha avvikende spotpris fra resten av Norden.

²⁶ Imidlertid vil begrensninger i overføringskablene mellom enkelte områder (for eksempel mellom Sør- og Nord-Norge) gjøre at man ikke alltid klarer å overføre nok kraft til å møte etterspørselen i hvert enkelt område. Dermed må man beregne en spotpris for hvert område, hvor man tar med overføringsbegrensningene i beregningen. Dette fører til at man i perioder får ulike spotpriser for ulike regioner i Norden, også kalt områdepriser. Denne flaskehalsproblematikken vil isolert sett føre til at det fellesnordiske markedet ikke fungerer så effektivt som det teoretisk sett kunne, med det samfunnsøkonomiske tap som følger av det. Men dette tapet må jo

framkommer ved å sammenholde etterspørselen med tilbudet kalles spotprisen, eller systemprisen.²⁷ Det fysiske kraftmarkedet er et simultanmarked, det vil si at produksjon og forbruk til enhver tid må tilsvare hverandre, ettersom strøm ikke kan lagres²⁸. Som følge av dette er spotprisen i realiteten prisen på kraft for levering en dag frem i tid. Aktørene melder inn sitt forventede tilbud og etterspørsel for hver time i det neste døgnet, og det er denne sammenstillingen som gir spotprisen.²⁹

3.3.2 Det finansielle kraftmarkedet

Det finansielle kraftmarkedet vokste fram samtidig med det fysiske spotmarkedet. Historisk sett har varederivatmarkeder vokst fram sammen med fysiske varemarkeder der hvor det er mulig å standardisere kontrakter i det fysiske markedet.

vurderes opp mot kostnadene ved å bygge ut nettet til tilstrekkelig kapasitet.

²⁷ Denne prisdannelsen er i økonomisk termer et nærmest perfekt eksempel på et priskryss, hvor krysningpunktet mellom den fallende etterspørselskurven og den stigende tilbudskurven angir likevektspris og likevektskvantum.

²⁸ I og for seg kan kraft lagres ved for eksempel å pumpe vann opp i vannkraftverkernes magasiner, men det samlede uttak (last) må likevel tilsvare den kraftmengden som kjøres inn på nettet. Dersom last og produksjon er i ubalanse, vil frekvensen på strømmen endre seg. Systemansvarlig må da sørge for å gjenopprette balanse ved å for eksempel åpne eller stenge turbiner et sted i nettet. De systemansvarlige er de store sentralnettoperatørene: Statnett, Svenska Kraftnät, Energinet/DK og Fingrid.

²⁹ Siden forventet last og produksjon sjelden vil svare nøyaktig til den rent faktiske last og produksjon, må systemansvarlig til enhver tid (altså i det døgnet hvis spotpris er satt dagen før, driftsdøgnet) balansere ved å kjøre inn eller ta ut såkalt regulerkraft. Prisen på regulerkraften er også gjenstand for prissetting gjennom tilbud og etterspørsel, dessuten tilbyr Statnett handel i regulerkraftopsjoner.

En sentral forutsetning for standardiserte kontrakter er som tidligere nevnt at kvalitet og kvantum kan standardiseres. Slik sett egner kraft seg godt for et derivatmarked. Standardenhet (baseload) på Nord Pool er 1 MWh,³⁰ og dette er grunnenheten både for det fysiske og det finansielle markedet. Samtidig som det har vokst fram et finansielt marked på Nord Pool, har det vokst fram et finansielt marked utenom børsen. Dette (OTC-)³¹markedet kalles gjerne det bilaterale markedet, og det kjennetegnes ved at kontraktene vanligvis inngås direkte mellom kjøper og selger, eventuelt via en mellommann. Mange aktører i kraftmarkedet opererer både på Nord Pool og i det bilaterale markedet.

Opprinnelig er det aktørene i det fysiske markedets behov for prissikring som skaper etterspørsel etter derivatkontrakter, men etter hvert vil også andre aktører tiltrekkes av markedet. I dag er det høyere omsetning i det finansielle markedet enn i det fysiske markedet på Nord Pool. I januar 2007 ble det omsatt 29 TWh³² i det fysiske markedet, mens det i samme periode ble omsatt 75 TWh i det finansielle markedet.³³ I tillegg ble det cleared³⁴ 131 TWh fra det bilaterale markedet.³⁵

³⁰ 1 MWh = 1000 kilowattimer.

³¹ OTC – «over the counter», betegnelse på et ikke-organisert marked.

³² 1 TWh = 1 mill. MWh.

³³ Dette betyr imidlertid ikke at det finansielle markedet kan anses som større og viktigere enn det fysiske. Dette kvantumet gir uttrykk for en brutto-omsetning hvor hele de finansielle kontraktene pålydende inngår. Men det beløpet som tilslutt blir avregnet tilsvarende ikke så høye volumer. Det avregnede beløp tilsvarende litt forenklet sagt forskjellen mellom totalverdien av kontraktens pålydende og verdien av det tilsvarende volum beregnet etter systemprisen på innløsningstidspunktet, og vil som regel være en brøkdel av den totale verdien av det kraftkvantum kontrakten lyder på.

Spotprisen som framkommer i det fysiske markedet er den referanseprisen som de finansielle derivatkontraktene beregnes ut fra. Svingninger i spotprisen er altså avgjørende for verdien av derivatkontraktene.

På Nord Pool handles det i fire typer kontrakter – forwards, futures, opsjoner og contracts for difference (CfD). Forwards og futures er terminkontrakter, det vil si at de inngås mellom en kjøper og en selger med avtale om oppgjør på et bestemt tidspunkt. De er dermed gjensidig forpliktende og berettigende avtaler. En opsjon er en kontrakt hvor eieren av opsjonen står fritt til å bringe den underliggende kontrakten til oppfyllelse eller ikke. CfD er en særskilt type forwardkontrakt.

3.3.3 Mer om de enkelte kontraktene:^{36 /37}

En terminkontrakt – future eller forward – deles tidsmessig inn i to perioder – handelsperioden og leveringsperioden. Handelsperioden er tiden fra kontrakten opprettes fram til bortfallsdag (due date, eller fixing point). I denne perioden kan kontrakten omsettes i

³⁴ Nord Pool tilbyr clearingtjenester for aktører i det bilaterale markedet. Clearing vil si at en sentral motpart – clearing-huset – trer inn som motpart i kontrakten med henholdsvis kjøper og selger. På denne måten minimeres oppfyllelsesrisikoen sett fra den enkelte kjøper og selger side, og transaksjonskostnadene reduseres ettersom kredittsjekk osv. blir unødvendig. Clearing-huset på sin side sikrer seg ved å forlange sikkerhetsstillelse fra den enkelte medkontrahent. Alle handler over Nord Pool clears automatisk, men denne tjenesten tilbys altså også til det bilaterale markedet.

³⁵ Kilde: www.nordpool.no.

³⁶ Terminologien kan variere noe mellom ulike markeder, disse forklaringene svarer til terminologien i markedet på Nord Pool.

³⁷ Kilder: Knut Bergo: Børs- og verdipapirrett og Nord Pools publikasjon: «Trade at Nord Pool's Financial Market».

markedet. En kontrakt kan for eksempel være en månedskontrakt for levering i januar 2009. Da vil handelsperioden være tiden fra i dag frem til 31 desember 2008, som er bortfallsdagen. Perioden 1. januar til 31. januar er leveringsperioden. Hver eneste dag i hele handelsperioden beregnes differansen mellom systemprisen på Nord Pool og kontraktens pålydende. Tilsvarende beregnes (og avregnes) differansen for hver dag i leveringsperioden. Dersom det er en future, avregnes handelsperiodedifferansen overfor kontraktens innehaver på daglig basis i hele handelsperioden. Dersom det er en forward, utstår avregningen til leveringsperioden. Da fordeles den samlede differansen (gevinsten eller tapet) i handelsperioden på hver dag i leveringsperioden og avregnes sammen med differansen i leveringsperioden. Terminkontraktene utgjør de klart største volumene av de kontraktene som handles på Nord Pool. Det har vært variasjoner i hvorvidt det er mest omsetning i futures eller forwards, og i hvor lange kontrakter som omsettes mest.

Opsjonskontraktene på Nord Pool er såkalte europeiske opsjoner. Det betyr at de bare kan utøves på utløpsdagen.³⁸ Opsjoner har en underliggende kontrakt på et visst kraftkvantum til en viss pris. Dersom det er en kjøpsopsjon har innehaveren rett til å kjøpe det kvantum kontrakten lyder på fra utstederen av opsjonen til den fastsatte prisen. En salgsopsjon gir en tilsvarende rett til å selge i henhold til den underliggende kontrakten. For en europeisk opsjon er det dermed systemprisen på utløpsdagen som er avgjørende for kontraktens verdi, til forskjell fra terminkontraktene hvor prisfluktuasjonene i hele handelsperioden avregnes overfor innehaveren. (Men prisfluktuasjonene i handelsperioden vil jo kunne

³⁸ Til forskjell fra såkalte amerikanske opsjoner, som kan utøves i hele handelsperioden.

påvirke selve opsjonsavtalens omsetningsverdi – ettersom forventet systempris på utløpsdagen kan endre seg i takt med fluktuationene). Per i dag er det forholdsvis lite handel i opsjoner på Nord Pool.

Contracts for difference (CfD) relaterer seg til de ulike områdeprisene som kan oppstå i de ulike prisområdene. CfD er forwardkontrakter som gir mulighet til å hedge (sikre seg) mot differanse mellom systemprisen og de ulike områdeprisene. Kontraktene avregnes som forwardkontrakter hvor differansen mellom systemprisen og områdeprisen i det området kontrakten gjelder, utgjør det beløp som avregnes overfor innehaveren. Hensikten med CfD er å gi mulighet til å lage en såkalt perfekt hedge gjennom å kombinere en vanlig forwardkontrakt med en CfD – altså slik at den som har etablert en perfekt hedge ikke er eksponert verken for endringer i systemprisen, eller differanse mellom systemprisen og områdeprisene. Behovet kan illustreres ved at i for eksempel 2004 var alle områdeprisene like i bare 25, 3 % av tiden.

3.4 Aktørene i det finansielle kraftmarkedet

Grovt sett kan aktørene i det finansielle kraftmarkedet deles i to kategorier, de som handler for egen regning, og de som driver mellommannsvirksomhet. En rekke aktører opererer innen begge kategoriene, men i utgangspunktet er det en prinsipiell forskjell mellom de to. Inndelingen faller til dels sammen med inndelingen mellom de som yter investeringstjenester på forretningsmessig basis, og de som ikke gjør det – men grensene stemmer ikke helt overens. Såkalt market making (prisstilling) er ansett som investerings-tjeneste på forretningsmessig basis, selv om den som stiller prisene i realiteten handler for egen regning. Denne grensedragningen er sentral, ettersom man – dersom man ikke yter investeringstjenester på forretningsmessig basis – ikke er konsesjonspliktig etter verdipapirhandelloven 2007 kapittel 9.

Gruppen av aktører som handler for egen regning kan også deles i to ulike kategorier – de som handler som et ledd i prissikringsvirksomhet (hedging), og de som opererer som spekulanter. Denne inndelingen vil stort sett falle sammen med skillet mellom de handler i det fysiske markedet samtidig med det finansielle, og de som bare handler i det finansielle markedet. Under følger en systematisk gjennomgang av aktørgruppene:

- Kraftprodusenter, distributører og konsumenter. Felles for disse gruppene er at de også er aktører i det fysiske markedet. Mange av disse vil gjennom finansiell handel søke å sikre sine budsjetter ved å sørge for forutsigbare priser (prissikring). Dette kan gjøres gjennom å redusere eksponeringen mot det fysiske kraftmarkedet ved at man hedger sine posisjoner gjennom å kjøpe finansielle terminkontrakter som i større eller mindre grad utligner endringer i spotprisen på kraft. En kraftprodusent som eksempelvis har en leveringsforpliktelse på 100 Mwh om tre måneder kan kjøpe en terminkontrakt på det samme kvantumet for levering om tre måneder, og på den måten eliminere risikoen for endringer i (spot)prisen på kraft. Kraftprodusenter og distributører utgjør den største og viktigste gruppen av aktører i det finansielle kraftmarkedet. De handler store volumer på egen bok, men i tillegg tilbyr en del av dem investeringstjenester til sine kunder. Disse investeringstjenestene består typisk i porteføljeforvaltning³⁹ i forbindelse med hedging av kundens posisjoner i det fysiske

³⁹ I det nordiske kraftmarkedet brukes begrepet porteføljeforvaltning vanligvis om rådgivning knyttet til porteføljer av kraftkontrakter på ikke-diskresjonær basis. Begrepet faller således ikke sammen med MiFIDs definisjon av porteføljeforvaltning i artikkel 4 avsnitt 1. nummer 9). Forskjellen er imidlertid ikke avgjørende, ettersom det er klart at begge tjenestene er å anse som investeringstjenester.

kraftmarkedet. Disse aktørene driver altså delvis mellommannsvirksomhet, samtidig som de tar posisjoner på egen bok.

- Tradere og fond. Disse aktørene handler på egen bok for å tjene penger på variasjoner i kursene på kraftkontrakter. Tradere er i realiteten spekulanter på linje med spekulanter i for eksempel aksjemarkedet. Begrepet spekulant kan for noen ha en dubiøs klang, men faktum er at traderne er viktige for å sørge for likviditet i markedet og derved redusere volatiliteten og usikkerheten for eksempel for de industrielle aktørene som har behov for prissikring.⁴⁰ Økt likviditet vil også øke tilliten til markedet ved at det blir vanskeligere for enkeltaktører å påvirke kursutviklingen. Denne gruppen omfatter alt fra små foretak med få ansatte som driver med krafttrading for egen regning og risiko, til rene kraftfond og hedgefond hvor eksponeringen mot kraftmarkedet kan inngå som et ledd i porteføljediversifisering. Fond er ansett å handle for egen regning, hvor innskyterne betraktes som eiere av fondet, i motsetning til for eksempel en investeringsbank hvor banken forvalter kundens investeringer gjennom å ta posisjoner for kundens regning.
- Prisstillere (market makers), som setter priser for å sikre omsetteligheten av kontrakter som handles, og dermed styrke likviditeten i markedet. På Nord Pool opererer prisstillere etter avtale med børsen, ettersom det også er i børsens interesse å sørge for likviditet. Prisstilleren får kompensasjon for den risikoen han løper ved at han tilkjennes et beløp for hver kontrakt som inngås. Prisstillere på Nord Pool er store aktører (i oktober 2007: Vattenfall AB og Elkem Energi

⁴⁰ Se nærmere NOU 1999: 29 Varederivater, side 28.

Handel AS).⁴¹ En market maker handler for egen regning, men er samtidig ansett å tilby investeringstjenester på forretningsmessig basis. I OTC-markedet kan den som formidler kontrakter selv være prisstiller, i tilfelle får market makeren rolle både som mellommann og egenhandlende.

- Meglere. Tradisjonelle meglere (brokers) har en mellommannsrolle i det de driver mottak og formidling av ordrer.
- Investeringsbanker, handelsbanker etc. I den grad slike tar posisjoner på vegne av kunder, er de å anse som mellommenn som driver med investeringstjenester på forretningsmessig basis. Det samme gjelder når de driver rådgivningsbasert porteføljeforvaltning. Fond som drives av slike banker må derimot betraktes på linje med andre fond, altså som egenhandlende.
- Client representatives. En del kraftforetak tilbyr sine kunder porteføljeforvaltningstjenester, og opptrer som representanter for kundene. I slike tilfeller har kraftforetak status som mellommann som tilbyr investeringstjenester på profesjonell basis.

Som vi ser er aktørbildet i det finansielle kraftmarkedet helt forskjellig fra for eksempel aksjemarkedet. Den største forskjellen er at den viktigste gruppen aktører er foretak som har som hovedvirksomhet å drive noe som er ganske forskjellig fra å drive med finansielle investeringer – nemlig å produsere og distribuere elektrisk kraft. Dette betyr naturligvis ikke at disse foretakene er å anse som amatører når det gjelder finansielle investeringer, tvert imot – den spesialiserte ekspertisen disse foretakene innehar når det

⁴¹ Kilde: www.nordpool.no

gjelder investeringer i kraftderivater overgås neppe av rendyrkede investeringsforetak. Mer avgjørende er forskjeller som går på kapitalstrukturen i selskapene. Kraftforetakene har en stor del av sin egenkapital bundet opp i fysiske anleggsmidler i form av kraftverk, ledningsnett og så videre, i motsetning til rene investeringsforetak og banker som vil inneha sin egenkapital i en lettere omsettelig form – for eksempel som kontanter, utestående fordringer eller verdipapirer.

En annen forskjell mellom det finansielle kraftmarkedet og andre finansmarkeder er det lave innslaget av private investorer i kraftmarkedet. På Nord Pool forekommer det knapt at privatpersoner opptrer som investorer. Rene tradingforetak er kanskje det nærmeste man kommer, i den grad disse eies og drives av en eller flere privatpersoner – men de kan uansett ikke klassifiseres som privatkunder. Kraftderivatfond og hedgefond kan ha private investorer som innskytere, men da dreier deg seg altså om indirekte eierskap gjennom en fondsstruktur.

4 Varederivatunntakene fra de nye reglene

4.1 Innledning

I dette kapitlet forsøker jeg å avklare hvor grensene for unntakene går, de lege lata. Avklaringen må foretas etter en vanlig juridisk drøftelse hvor de alminnelige rettskildes prinsippene kommer til anvendelse, imidlertid er rettskildet bildet noe annerledes når man skal tolke regler som er innført som følge av internasjonale forpliktelser enn når man har å gjøre med rene internrettslige regler.

Min synsvinkel under drøftelsen er – som vanlig i norske juridiske drøftelser – dommerens. Men man kan ha i mente at dette er et rettsområde hvor dommerens syn på hva som er gjeldende rett, ikke nødvendigvis er sammenfallende med hva som faktisk blir praktisert. Det har for det første sammenheng med at rettssaker om disse spørsmålene er sjeldne, og det har sammenheng med at dette er et område hvor retten trolig kan sies å være mer pluralistisk enn på en del andre rettsområder. Kredittilsynets syn på hva som er gjeldende rett, vil i stor grad bli avgjørende for hva som blir praktisert som rett.

4.2 Rettskildespørsmål

Det er nødvendig å bruke en del plass på å redegjøre for de relevante rettskilder, og ikke minst de særegne rettskildemessige spørsmål som reiser seg i forbindelse med gjennomføring av fellesskapslovgivning i norsk rett. Egentlig opererer man på flere rettskildemessige plan når man skal tolke fellesskapsrett som er gjennomført i norsk rett. Først må man foreta en alminnelig internrettslig rettskildemessig avveining for å avdekke hvordan den norske implementerte loven skal tolkes. Dette blir å gjennomføre etter alminnelige norske rettskilderegler. Dernest må man avklare hvordan det forholder seg med den EØS-rett som er ment gjennom-

ført. Dette må gjøres etter de rettskilderegler som gjelder i EØS-retten, og som er utformet av EFTA-domstolen.⁴² Til slutt må man så avveie tolkningen av den norske implementeringen mot EØS-retten etter de rettskilderegler som gjelder for en slik avveining.⁴³ I tillegg til dette kan det komme inn spørsmål om hvordan EFTA-domstolen forholder seg til norske rettskilder. Alle disse spørsmålene må belyses for å kunne føre en fornuftig drøftelse av hvordan den nye verdipapirhandellovgivningen skal tolkes, og dermed hvor grensene for unntakene fra regelverket skal trekkes. Det er ikke meningen å gjennomføre en fullstendig drøftelse av begge rettssystemenes forhold til alle tenkelige rettskilder, jeg legger hovedvekten der hvor jeg ser at det melder seg spørsmål som er relevante når det gjelder å trekke grensene for unntakene fra MiFID.

4.2.1 Rettsavgjørelser

Ettersom denne oppgaven utarbeides før reglene har trådt i kraft, finnes det ikke rettsavgjørelser som kan bidra til klarlegging av hvor grensene går. For øvrig er dette ikke et område hvor det typisk kommer rettsavgjørelser, det foreligger ingen rettsavgjørelser etter verdipapirhandelloven av 1997 om rekkevidden av konsesjonsplikten etter den loven. Skulle det komme en avgjørelse fra EF-domstolen eller EFTA-domstolen vil den naturligvis utgjøre en helt sentral rettskilde i tolkningsspørsmål.

4.2.2 Lovtekst og direktivtekst

Lovtekst står selvsagt – som alltid – sentralt i tolkningen av det nye regelverket, og utgangspunktet for norske rettsanvendere – enten

⁴² Se for eksempel Finn Arnesen fra side 231 i Sejersted m. fl. EØS-rett.

⁴³ Se for eksempel Finn Arnesen fra side 237 i Sejersted m. fl., EØS-rett.

de er aktører i markedet, ansatte i forvaltningen eller dommere – må være den norske lovteksten. Men ettersom det her dreier seg om rett man er folkerettslig forpliktet til å gjennomføre, kan det oppstå spørsmål knyttet til eventuell motstrid med den opprinnelige direktivteksten. Jeg har imidlertid ikke funnet at dette spørsmålet kommer på spissen i forbindelse med tolkningen av unntakene.

4.2.3 Norske forarbeider

I utgangspunktet veier forarbeidene tungt i norsk rett, særlig når det gjelder nye, omfattende og gjennomarbeidede forarbeider. Samtidig dreier dette seg om harmoniserende lovgivning som Norge er forpliktet til å implementere i tråd med fellesskapsretten. Norge kan ikke gjennomføre et regime med en mindre omfattende konsesjonsplikt enn MiFID legger opp til, jf min drøftelse om adgangen til å fravike direktivet i avsnitt 2.3. Betydningen av norske forarbeider reduseres derfor når det dreier seg om gjennomføring av EØS-regler i norsk rett. Sejersted i Sejersted m. fl.⁴⁴ skriver at formålet med slike forarbeider ikke er å begrunne utformingen av nye regler, men å forklare og tilpasse gjennomføringen av et eksisterende overnasjonalt regelverk i norsk rett. Sejersted skriver videre at ytringer i forarbeidene kan ha en betydelig informasjonsverdi, og at norske domstoler nok vil legge en viss vekt på dem, men at de ikke har noen betydning for den tolkningen som foregår i EF-domstolen eller EFTA-domstolen. I sak 143/83, Kommisjonen mot Danmark, Sml 1985 s. 427 sier EF-domstolen om relevansen av danske forarbeider:

«the court has consistently held that such unilateral declarations cannot be relied upon for the interpretation of community measures».

⁴⁴ Sejersted m. fl.: EØS-rett side 193.

Etter denne dommen er det liten grunn til å tro at EFTA-domstolen vil legge vekt på de norske forarbeidene, dersom det blir spørsmål om Norge har oppfylt forpliktelsene etter EØS-avtalen. I og for seg burde dette tale for at også de nasjonale domstoler ser bort fra forarbeidene, men det kan vel ikke utelukkes at norske retts-tradisjoner gjør at de likevel tillegges en viss vekt, slik Sejersted antyder. Knut Bergo har i denne sammenheng studert de retts-avgjørelser om virksomhetsoverdragelser som foreligger⁴⁵ for å avdekke Høyesteretts syn på relevansen av norske forarbeider ved tolkning av implementert EØS-rett. Han kommer fram til denne utlegningen av Høyesteretts praksis⁴⁶:

«Gir lovgiver klar beskjed om at man vil ha den norske loven eller dennes forarbeider lagt til grunn uansett forholdet til EØS-retten, vil HR respektere det. Uten en slik beskjed følger HR lojalt opp de generelle målsettinger bak EØS-avtalens artikkel 6, tilleggsprotokoll 35 og EØSL § 2, og at norsk rett skal harmoniseres med utviklingen i EØS-retten.»

Dette er for så vidt ikke noe annet enn det alminnelige prinsipp om at det er lovgiver som gir lover, og domstolen som tolker dem – og at dersom Stortinget bevisst ønsker å handle i strid med EØS-avtalen, skal ikke Høyesterett stikke kjepper i hjulene for det. Men Bergo mener vel at dette betyr at dersom Høyesterett finner EØS-stridige uttalelser i forarbeider, så vil man se bort fra disse uttalelsene dersom striden med EØS-regler skyldes at lovgiver ikke har godt nok kjennskap til de aktuelle EØS-regler, eller at man på annen måte ikke i tilstrekkelig grad har brakt på det rene om det virkelig dreier seg om en motstrid. Sagt på en annen måte: Dersom Høyesterett finner at den motstriden som Høyesterett finner at

⁴⁵ Rt 1997 s. 1954 «Løten-dommen» og Rt 1997 s. 1965 «Stavanger Catering»

⁴⁶ Bergo, Høyesteretts forarbeidsbruk side 409.

foreligger, ikke skyldes et eksplisitt og bevisst ønske fra lovgiver om å etablere en motstrid, så ser man bort fra forarbeidene på dette punktet.

Når det gjelder MiFID, synes det klart at lovgiver har som ønske å implementere reglene i harmoni med direktivet. Dette uttales flere steder i proposisjonen.⁴⁷ Det foreligger dermed ikke noe som tyder på at Stortinget (eller Regjeringen ved finansdepartementet som har utarbeidet proposisjonen) på noe punkt har ønsket å etablere regler i strid med direktivet, og de skal dermed etter det foregående ikke få betydning som rettskilde for Høyesterett, og altså heller ikke for EFTA-domstolen. Men det betyr neppe at alle andre rettsanvendere bør se bort fra dem, og jeg kommer i de materielle drøftelsene til å bruke en del plass på hvordan spørsmål er løst i forarbeidene. For det første har forarbeidene den allerede nevnte informasjonsverdien: per i dag, og trolig en stund frem i tid, vil forarbeidene i tillegg til loven selv være den lettest tilgjengelige informasjonskilden for alle som skal tilpasse seg de nye reglene. Før det eventuelt kommer lovkommentarer eller annen litteratur, foreligger det ikke noen andre kvalifiserte utlegninger av de nye reglene. For det andre er det grunn til å tro at de som skal bruke de nye reglene – aktører i markedene, deres juridiske rådgivere og ikke minst Kredittilsynet som får den daglige forvaltningen av reglene, kommer til å legge vekt på forarbeidene ved tolkningen av det nye regelverket.

For å oppsummere kan man kanskje si at forarbeidene til den nye verdipapirhandellovgivningen rettskildemessig ligger nærmere juridisk teori enn tradisjonelle forarbeider til internlovgivning. På samme måte som sentral juridisk teori vil de etter alt å dømme – og med rette – få ikke ubetydelig innflytelse på hvordan den nye lovgivningen blir tolket. Men man bør ha i mente at domstolene kan

⁴⁷ OT.prp.nr 34 (2006-2007)

komme til andre resultater enn det som framgår der, og derfor bør man ha som en ledetråd at det i siste instans er direktivet selv som må være styrende for tolkningen.

4.2.4 Formålsbetraktninger, fortale.

Som vanlig er i fellesskapsretten har MiFID og kapitaldekningsdirektivet en fortale som redegjør for formålet med direktivene, og slik sett har fortalen betydelig rettskildeværdi. Formålsbetraktninger er en ikke ubetydelig faktor når EF-domstolen tolker EF-retten.⁴⁸ Dermed kan man anta at EFTA-domstolen vil legge vekt på fortalen, dersom denne kan kaste lys over tvilsomme spørsmål. Men et problem med formålsbetraktninger som rettskilde er at det kan være vanskelig for rettsanvenderne å *forutsi* hvor stor betydning de vil få i det enkelte tilfelle. Dessuten vil det ofte være ulike hensyn som står mot hverandre. For MiFIDs del er jo et overordnet hensyn investorbeskyttelse – men et hensyn som kan komme i konflikt med dette er hensynet til at transaksjonskostnadene (i vid forstand) ved verdipapirhandel bør være så lave som mulig, for å skape et mest mulig effektivt marked. Før det finnes rettsavgjørelser som kaster lys over disse spørsmålene, kan det nærme seg ren gjetning å skulle forutsi hvilke hensyn bak reglene EF-domstolen vil legge vekt på. Dessuten er formålsbetraktninger en utpreget dynamisk rettskilde. Politiske og samfunnsmessige endringer over tid vil kunne gjøre at de opprinnelige hensyn og formål bak lovregler kan bli mindre aktuelle å legge vekt på. Dette er riktignok ikke noe stort problem med MiFID, ettersom direktivet er forholdsvis nytt når denne oppgaven skrives, men i den grad unntakene fra konsesjonsplikten er styrt av særinteresser,

⁴⁸ Se for eksempel Finn Arnesen, Introduksjon til rettskildelæren i EF, Oslo 1994 kapittel 4.4.

er det som tidligere nevnt ikke opplagt at disse særinteressene vil ha gjennomslag til evig tid. Til sammen gjør dette at jeg kommer til å gå varsomt frem når jeg bruker formålsbetraktninger til å kaste lys over noen av de tvilsomme spørsmålene jeg drøfter. Samtidig er det klart at formålsbetraktninger står sterkt som rettskilde i fellesskapsretten, og fortalen er ment å skulle være en sentral rettskilde. Den må derfor brukes dersom det er mulig å få noe konkret ut av den.

4.2.5 Uttalelser fra forvaltningsorganer, forvaltningspraksis.

Kredittilsynet har i rundskriv⁴⁹ kommet med sin oppfatning av hvordan unntakene fra konsesjonsplikten skal forstås. Det er grunn til å tro at mange aktører vil legge oppfatningene i rundskrivet til grunn i sin tilnærming til spørsmålet om konsesjonsplikt. Spørsmålet er da hvordan Høyesterett vil vurdere Kredittilsynets oppfatning, dersom en sak om konsesjonsplikt kommer for retten. Etter som dette dreier seg som folkerettslig bindende regler, er nok svaret ganske klart. Høyesterett kan ikke tillegge Kredittilsynets oppfatning vekt dersom Høyesterett kommer til at oppfatningen er i strid med MiFID. Dette må gjelde selv om aktører har innrettet seg etter rundskrivet.

Jeg går nå over til å drøfte de materielle grensene for de relevante unntakene.

4.3 «Kunde av hovedvirksomhet-unntaket»

Vphl § 9-2 (2) nr. 6 lyder:

«handler for egen regning i finansielle instrumenter, eller yter investeringstjenester knyttet til varederivater eller derivatkontrakter

⁴⁹ Rundskriv 24/2007

som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5 til kundene i hovedvirksomheten, forutsatt at dette er en tilknyttet aktivitet til hovedvirksomheten vurdert på konsernbasis, og at denne hovedvirksomheten ikke er yting av investeringstjenester eller banktjenester»

Den som fyller disse vilkårene er unntatt fra kravet om tillatelse og lovens øvrige betingelser i kapittel 9 og 10.

Bestemmelsen svarer til MiFID art. 2 (1) i:

«persons dealing on own account in financial instruments, or providing investment services in commodity derivatives or derivative contracts included in Annex I, Section C 10 to the clients of their main business, provided this is an ancillary activity to their main business, when considered on a group basis, and that main business is not the provision of investment services within the meaning of this Directive or banking services under Directive 2000/12/EC;»

Bestemmelsen er som vi ser en direkte oversettelse av direktivteksten, og jeg kan ikke se at selve oversettelsen reiser særskilte spørsmål. Heller ikke skulle begrepet investeringstjenester og hvilke finansielle instrumenter som omfattes by på særlige problemer.

I høringsrunden til verdipapirhandelloven ble det reist spørsmål om valutaterminer var omfattet, ettersom handel i slike kan inngå i risikohåndteringsporteføljer hvor aktører ønsker å sikre seg mot valutafluktasjoner. Det er imidlertid klart, slik departementet også påpeker i proposisjonen, at valutaterminer ikke omfattes av unntaket.

Det som kan diskuteres er hvem som skal regnes som kunder av hovedvirksomheten, hva som kan kalles en tilknyttet virksomhet og hvordan begrepet hovedvirksomhet skal forstås.

Når det gjelder hvem som skal regnes som kunder av hovedvirksomheten ble det i høringsrunden⁵⁰ reist spørsmål om det forhold at handelen på Nord Pool er anonym kan gi grunnlag for å hevde at

⁵⁰ Ot.prp nr.34 (2006-2007) side 61.

alle som handler på Nord Pool i realiteten er kunder av hverandre. Dermed skulle selskaper som har sin hovedvirksomhet i det fysiske markedet kunne yte investeringstjenester til alle som handler i den finansielle markedet, og ikke bare de som kjøper tjeneste direkte fra selskapet. Dette ble imidlertid avvist av Departementet i proposisjonen – Departementet mener at begrepet «client» må forstås slik at det må foreligge en direkte forretningsforbindelse mellom to eller flere kjente parter. Det er vanskelig å være uenig med departementet i dette.

Dessuten ville en slik oppfatning i realiteten bety at det ble lite igjen av MiFID-reguleringen på Nord Pool ettersom selskaper som har sin hovedvirksomhet i det fysiske markedet ville kunne yte alle typer finansielle tjenester (knyttet til varederivater) til alle aktører i markedet.

4.3.1 Begrepet «hovedvirksomhet»

Til begrepet hovedvirksomhet er det særlig to spørsmål som melder seg:

Det første er hvilket omfang som kreves, sett i forhold til investeringstjenestene, for at virksomheten skal kunne kategoriseres som hovedvirksomhet.

Det andre er hva denne hovedvirksomheten kan gå ut på.

Det siste spørsmålet er enklest å besvare – etter ordlyden kan virksomheten bestå i hva som helst bortsett fra yting av investeringstjenester eller banktjenester. Hovedvirksomheten kan altså i og for seg være alt fra jordbruk til produksjon av datamaskiner. De investeringstjenester som tilbys kan derimot ikke bestå i hva som helst, de må ha å gjøre med en «tilknyttet aktivitet til hovedvirksomheten».

Hvilket omfang som kreves for at en aktivitet skal anses som hovedvirksomhet i forhold til de tilknyttede investeringstjenester, kan neppe kvantifiseres eksakt. I høringsrunden reiste Energibedriftenes

Landsforening (EBL) spørsmål om dette, men departementet fulgte ikke opp i Ot.propen. I det nevnte rundskrivet legger Kredittilsynet seg på en forståelse som harmonerer med EBLs syn:

«Som utgangspunkt må vurderingen, for eksempel når det gjelder kraftselskap, baseres på de inntektene som foretaket har fra henholdsvis det fysiske og det finansielle markedet. Som inntekter fra det finansielle markedet anses honorarer, avgifter og lignende, men ikke kontraktsverdiene»⁵¹

Dette høres umiddelbart fornuftig ut. Men jeg antar at også et tidsaspekt må legges til grunn. Selv om aktører i kortere perioder skulle komme opp i så store volumer finansiell handel at honorarene i størrelse nærmer seg den fysiske omsetningen, så bør man vurdere volumene over en periode på i hvert fall et regnskapsår, og kanskje mer. Det kan vel for øvrig ikke utelukkes helt at enkelte aktører kan komme i en situasjon hvor de får behov for en nærmere avklaring av hvor grensen faktisk går for hvor stor andel av omsetningen som kan skrive seg fra tilknyttede investerings-tjenester. Jeg skal ikke begi meg inn på noen gjetning av et slikt forholdstall, men jeg antar at det per i dag er forholdsvis vide grenser, ettersom hensikten med unntaket nettopp er å gi kraftselskapene den muligheten de i dag har til å tilby disse tjenestene. Samtidig kan det tenkes at tålegrensen kan bevege seg nedover, dersom man i framtiden ser at dette unntaket gir urimelige konkurransefortrinn for aktørene i det fysiske markedet på bekostning av rene tilbydere av investeringstjenester.

4.3.2 Aktiviteten må være *tilknyttet* hovedvirksomheten.

Et vesentlig vilkår i unntaket er at de investeringstjenester som tilbys må være en «tilknyttet aktivitet til hovedvirksomheten».

⁵¹ Rundskriv 24/2007

Dette betyr sannsynligvis at strømprodusent A neppe konsesjonsfritt kan tilby investeringstjenester knyttet til for eksempel skipsfraktderivater til kunde B, selv om B kjøper all sin kraft hos A. Derimot må det bety at A konsesjonsfritt kan tilby handel i kraftderivater til B, ettersom kraftderivatene kan gi B mulighet for prissikring i forbindelse med krafthandel fra A. Jeg antar at vilkåret skal forstås slik at det avgjørende er hva slags finansielt instrument det er snakk om. Altså slik at det er det finansielle instrumentet det er snakk om å yte investeringstjenester knyttet til, som må ha tilknytning til hovedvirksomheten. Hvilke instrumenter det kan være er imidlertid et uløst spørsmål. For aktører i kraftmarkedet er det særlig valutaterminer og derivater knyttet til utslippstillatelser som kan være aktuelle i tillegg til kraftkontraktene. Som tidligere nevnt faller valutaterminer utenfor unntaket etter sin art, mens utslippstillatelser er omfattet av vphl. § 2-2 femte ledd nr. 5⁵² og dermed faller innenfor.

4.3.3 Utslippstillatelser og klimatiske variabler

Etter mitt syn må handel med utslippstillatelser sies å ha den nødvendige tilknytning til krafthandel. Prisen på utslippstillatelser er en ikke ubetydelig faktor i kraftprisene, og derivater knyttet til utslippstillatelser kan derfor være aktuelle instrumenter å handle som et ledd i prissikring. I tillegg kommer det faktum at handel i slike derivater forgår på samme marked – Nord Pool – som handel med kraftderivater. Klimatiske variabler kan også tenkes brukt i forbindelse med krafthandel, men det er nok mest vanlig å bruke slike i forbindelse med jordbruk – der været, og dermed størrelsen på avlingene, kan slå direkte inn i prisene. Men nedbørsforholdene

⁵² Derivater knyttet til utslippstillatelser er positivt nevnt i MiFID Annex I, Section C 10, og er dermed eksplisitt omfattet etter direktivet.

i Norge har stor betydning for kraftprisene i Norden, og skulle det oppstå handel med derivater knyttet til for eksempel en nedbørsindeks som er egnet til å brukes som prissikring i forbindelse med norsk vannkraft, er det vel min mening at slike derivater kan anses tilstrekkelig knyttet til krafthandelen til at de er omfattet av unn-taket.

4.3.4 Andre markeder

I utgangspunktet kan det neppe ha noen betydning hvilket marked de aktuelle investeringstjenestene er knyttet til. Det må for eksempel være anledning for en kraftleverandør til å yte investerings-tjenester i forbindelse med handel både i Nord Pools marked og OTC-markedet. Et spørsmål kan imidlertid være hvor langt man konsesjonsfritt kan yte investeringstjenester i andre kraftmarkeder enn det nordiske til aktørene i det nordiske markedet. Etter hvert som det europeiske kraftmarkedet sannsynligvis blir mer og mer integrert, er det grunn til å tro at prisene utjevnes mer og mer. Men allerede i dag viser for eksempel det nederlandske, det britiske, det tyske og det nordiske markedet ikke ubetydelig grad av korrelasjon i kraftprisene.⁵³ Det er kanskje mest aktuelt for utenlandske aktører å prissikre seg ved å handle i det nordiske markedet, ettersom det nordiske markedet er ansett mest velfungerende.⁵⁴ Men dette kan

⁵³ Se for eksempel sammenstillingen av priser i ulike europeiske markeder i diagrammet på denne nettsiden:

<http://www2.rwecom.geber.de/factbook/en/electricity/generation/marketdata/electricityprices/wholesalepricesineuropeanpowermarkets>

⁵⁴ Fra artikkelen: Stable Modeling of different European Power Markets, av Christian Mugele, Svetlozar T. Rachev and Stefan Trück. Publisert på Universitetet i Karlsruhe sine nettsider, februar 2005:

«Nord Pool is one of the best functioning power exchanges we could identify. A high market share compared to other non-mandatory

endre seg og det må etter mitt syn være anledning til å yte investeringstjenester også knyttet til andre relevante kraftmarkeder enn det nordiske.

4.3.5 Andre vilkår?

4.3.6 Må det dreie seg om prissikring?

Som antydnet må det antas at formålet bak unntaket er en sentral rettesnor for å avgjøre hvilke finansielle instrumenter som det konsesjonsfritt kan ytes investeringstjenester knyttet til, etter denne bestemmelsen. Hensikten med unntaket er jo at eksempelvis kraftprodusenter skal kunne fortsette sin tradisjonelle virksomhet med å tilby prissikringstjenester til sine kraftkunder, uten å måtte søke konsesjon som verdipapirforetak. Det må antas at dersom unntaket utnyttes til å tilby investeringstjenester som ikke er egnet i prissikringsøyemed knyttet til den varen som hovedvirksomheten dreier seg om, så er man utenfor unntakets rekkevidde. Men – ettersom det ikke er noe krav til omfanget av kundeforholdet med hovedvirksomheten – så må det være tilstrekkelig at det aktuelle instrumentet er *egnet* til slik prissikring.

4.3.7 Er det krav til omfanget av kundeforholdet?

Direktivet gir ikke noe grunnlag for å stille krav til omfanget av kundeforholdet når det gjelder hovedvirksomheten. Med andre ord: Spørsmålet om omfanget av den tilknyttede investeringstjenestens omfang i forhold til hovedvirksomheten får ikke nødvendigvis noen betydning i forhold til den enkelte kunde. Det er tilbydereren som må

exchanges, a high number of participants and a high variety of traded products can be observed. Moreover, it interconnects four different countries.»

sørge for at den tilknyttede virksomheten totalt sett, summert for alle kunder, ikke får for stort omfang.

4.3.8 «Vurdert på konsernbasis»

Når det heter at virksomheten skal vurderes på konsernbasis, betyr det ikke noe annet enn at dersom et foretak er organisert som et konsern, med ytelse av investeringstjenester i et eget selskap som yter tjenester til kunder av andre konsernselskaper, så skal det vurderes på samme måte som om foretaket bare består av ett selskap.

4.3.9 Hvilke tjenester er unntatt under unntaket?

Ettersom dette er et unntak som gir grunnlag for konsesjonsfrihet på grunnlag av kundeforholdets karakter, og ikke de aktuelle tjenestenes art, tillates alle typer investeringstjenester under unntaket, i den grad investeringstjenestene har den nødvendige tilknytning til hovedvirksomheten. Unntaket er altså ikke begrenset til for eksempel formidling av ordre, men kan også bestå i portefølje-forvaltning og investeringsrådgivning.

4.4 Egenhandel-unntaket»

Vphl § 9-2 (2) nr. 7 lyder:

«har som hovedvirksomhet å handle for egen regning med varer eller varederivater, forutsatt at foretaket ikke er del av et konsern som har yting av andre investeringstjenester eller banktjenester som hovedvirksomhet»

Virksomheter som fyller disse vilkårene er unntatt på samme måte som «kunde av hovedvirksomhet-unntaket»

Bestemmelsen tilsvarer MiFID art. 2 (1) k:

«persons whose main business consists of dealing on own account in commodities and/or commodity derivatives. This exception shall not apply where the persons that deal on own account in commodities

and/or commodity derivatives are part of a group the main business of which is the provision of other investment services within the meaning of this Directive or banking services under Directive 2000/12/EC»

Heller ikke for dette unntaket ser det ut til at selve oversettelsen reiser særskilte tolkningsproblemer. Vi støter imidlertid igjen på begrepet «hovedvirksomhet», og det må dessuten avklares hva som ligger i «handel for egen regning». Umiddelbart kan unntaket synes overflødig ut fra at det bare er investeringstjenester som ytes på profesjonell basis som er konsesjonspliktige, men unntaket må også tolkes opp mot unntaket i litra d:

«persons who do not provide any investment services or activities other than dealing on own account unless they are market makers or deal on own account outside a regulated market or an MTF on an organised, frequent and systematic basis by providing a system accessible to third parties in order to engage in dealings with them;»

En forskjell er altså at unntaket i litra d eksplisitt unntar market making fra unntaket. Unntaket i litra d er ikke tatt inn i verdipapirhandelloven 2007 som et eget punkt, departementet antar at unntaket er overflødig ut fra at egenhandel på forretningsmessig basis allerede er konsesjonspliktig, og at kriteriet om «forretningsmessig basis» er tilstrekkelig avgrenskningskriterium for hvilke former som for egenhandel som omfattes av kravet til konsesjonsplikt.⁵⁵ Jeg ser for så vidt ikke noen problemer knyttet til det finansielle kraftmarkedet ved å droppe dette unntaket, det foregår vel neppe noe egenhandel på forretningsmessig basis som ikke er market making. Imidlertid er det unntaket i litra d sammenholdt med unntaket i litra k for handel med varer og varederivater som gir departementet grunnlag for å mene at unntaket i litra k også gjelder for market

⁵⁵ Ot.prp 34 2006-2007 side 68.

making.⁵⁶ Dessuten gir d-unntaket bare grunnlag for fritak dersom det ikke ytes tjenester ut over egenhandel, mens k-unntaket etter ordlyden åpner for også andre investeringstjenester såfremt hovedvirksomheten er handel med varer eller varederivater. Derfor hadde det for sammenhengens skyld etter mitt syn vært bedre å ta også d-unntaket inn i loven.

4.4.1 Hvilke tjenester er omfattet av unntaket?

I dette unntaket ser vi at hovedvirksomheten må gå ut på å handle med varer eller varederivater, i motsetning til i «kunde av hovedvirksomhet-unntaket» hvor hovedvirksomheten i prinsippet også kan gå ut på andre typer virksomhet. Dessuten må altså hovedvirksomhetshandelen foregå for egen regning. Det er vel nærliggende å tolke unntaket slik at det er ment å gjelde market makere, slik departementet legger opp til. Men etter ordlyden gir som nevnt unntaket også grunnlag for fritak for andre investerings-tjenester. Departementet synes imidlertid å være klare på det ikke er tilfelle:

«Unntaket i utkastet § 9-2 annet ledd nr. 10 er på den ene side mindre omfattende enn ovennevnte unntak i utkastet § 9-2 annet ledd nr. 9, siden det kun gjelder ved «egenhandel» knyttet til varederivater mv. På den annen side er unntaket mer omfattende, siden det ikke stilles krav om at virksomheten må skje i tilknytning til en annen hovedvirksomhet. Egenhandel i varederivater mv. kan således utgjøre hovedvirksomheten i foretaket.»⁵⁷

⁵⁶ Slik må vel departementet oppfattes, ettersom de henviser til høringsuttalelsen fra EBL, som nettopp angir dette grunnlaget for å unnta market making etter litra k.

⁵⁷ Ot.prp 34 2006-2007 side 71. Utkastets § 9-2 annet ledd nr. 9 og 10 svarer til den endelige lovens § 9-2 annet ledd nr. 6 og 7.

Departementet legger altså uten noen videre begrunnelse til grunn at unntaket bare gjelder for investeringstjenester som består av egenhandel. Skulle man være veldig pirkete kunne man da spørre hvorfor de ikke har utelatt også dette unntaket i loven, og bare tatt inn et unntak for market making i varederivater – ettersom kriteriet om forretningsmessig basis som gjorde d-unntaket overflødig også skulle gjøre dette unntaket overflødig. Men poenget her er jo bare om departementet har rett i at k-unntaket ikke er ment å omfatte annen virksomhet enn egenhandel.

Dersom unntaket oppfattes etter ordlyden, betyr det at foretak som har som hovedvirksomhet å handle i varer eller varederivater for egen regning konsesjonsfritt kan tilby også andre typer investeringstjenester. Det skulle bety at en kraftprodusent konsesjonsfritt kan yte andre investeringstjenester også til andre aktører enn klienter av hovedvirksomheten, dersom hovedvirksomheten kan sies å være handel i varer eller varederivater. Ettersom man like godt kan si at hovedvirksomheten består i å *selge* kraft som å produsere den, er vel kraftproduksjon å anse som handel i varer. Dette må i hvert fall gjelde for distributører.

Til styrke for denne tolkningen taler også at d-unntaket er formulert på en annen måte, her er det klart uttrykt at det bare er selve egenhandelen som er unntatt:

«who do not provide any investment services or activities other than dealing on own account»

Dermed kan det hevdes at når k-unntaket ikke gjør dette klart på same måte, så må det bety at hensikten er at også andre tjenester skal omfattes.

Det som kan tale mot en slik tolkning av unntaket, er at det kan hevdes at det ville uthule «client of the main business-unntaket» fordi det da ikke ville være særlig mye igjen av vilkåret om at de investeringstjenester som kan ytes konsesjonsfritt må ha den nødvendige tilknytning til hovedvirksomheten. Altså slik at «client

of the main business-unntaket» er ment å dekke behovet for konsesjonsfritt å yte investeringstjenester for foretak som har som hovedvirksomhet å produsere kraft og lignende aktiviteter. Mot dette igjen, kan det hevdes at «client of the main business-unntaket» er bygd opp på en annen måte, ved at det ikke stilles krav til hovedvirksomhetens karakter. Det er de investeringstjenester man yter som må dreie seg om varer og varederivater, hovedvirksomheten kan i prinsippet være hva som helst bortsett fra investerings- eller banktjenester, så sant den nødvendige tilknytning foreligger. Slik sett står dette unntaket på egne ben, og går egentlig ikke «client of the main business-unntaket» i næringen.

Jeg er imidlertid usikker på hvor langt det er grunnlag for å trekke den type konklusjoner basert på ordlyden alene. Det er opplagt at ordlyden står helt sentralt i tolkningen av direktivet, men en må ha i tankene at vare- og varederivatunntakene er et resultat av «ad-hoc»-lovgivning tilpasset spesielle aktører. Det taler for å ha intensjonene med reglene klart for seg ved tolkningen, og intensjonene har vel neppe vært at for eksempel Agder Energi konsesjonsfritt skal kunne tilby megling av aksjehandel over Oslo Børs. Samtidig er det problematisk å ha regler som ikke kan utledes fra direktivteksten uten at man må kjenne til den spesielle bakgrunnen for at reglene er tatt inn. Dette gjelder enn mer når det dreier seg om felleskapslovgivning, hvor reglene er ment å skulle implementeres entydig i hele EU og EØS. På tross av dette finner jeg det vanskelig å hevde at unntaket skulle kunne gi rom for slike løsninger som eksempelet med Agder Energi, og jeg legger meg noe nølende på departementets oppfatning. Men når departementet er så bastant i sin oppfatning av dette spørsmålet, og ellers – for eksempel i forhold til det omtalte d-unntaket – viser at man føler en viss frihet i forhold til hva som skal tas med inn i den nye loven – så er det min mening at departementet med fordel kunne ha endret

ordlyden i dette unntaket slik at det ble klart at det bare er ment å omfatte selve egenhandelen.

4.5 Garantert av oppgjørsmember –unntaket»

Vpbl § 9-2 (2) nr. 9 lyder:

«handler for andre medlemmers regning i derivatmarkedet, eller stiller priser for slike medlemmer, forutsatt at kontraktene som inngås eller prisene som stilles er sikret ved at oppgjørsmember eller oppgjørssentral fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelsen av kontraktene eller prisene.»

Disse aktørene er også unntatt fra konsesjonskravet og de øvrige reglene i lovens kapittel 9 og 10.

Bestemmelsen svarer til andre alternativ MiFID art. 2 (1) l:

«(l) firms which provide investment services and/or perform investment activities consisting exclusively in dealing on own account on markets in financial futures or options or other derivatives and on cash markets for the sole purpose of hedging positions on derivatives markets or which deal for the accounts of other members of those markets or make prices for them and which are guaranteed by clearing members of the same markets, where responsibility for ensuring the performance of contracts entered into by such firms is assumed by clearing members of the same markets;»

Spørsmålet er om dette unntaket omfatter de mellom 5 og 10 rene derivatmeglerne som opererer i det finansielle kraftmarkedet. Spørsmålet ble først reist av Nordisk Energimeglerforbund i høringsrunden i forbindelse med den nye loven. Departementet kommenterer spørsmålet slik i proposisjonen:

«Unntaket i utkastet § 9-2 annet ledd nr. 11 og 12 (foretak som handler for egen regning i derivatmarkedet og pengemarkedet for å sikre posisjoner, handler på vegne av andre medlemmer i derivatmarkedet eller stiller priser for slike medlemmer) gjennomfører direktivet artikkel 2 nr. 1 bokstav l). Bestemmelsen er ny i forhold til gjeldende rett. Det vises til utvalgets drøftelse i NOU 2006: 3 punkt

2.8.14 som departementet i all hovedsak slutter seg til. I høringsrunden har det vært reist spørsmål ved om unntaket kan få anvendelse overfor visse aktører i det norske kraftderivatmarkedet. Departementet vil ikke utelukke at unntaket etter omstendighetene kan være aktuelt, men dette vil bero på den aktuelle situasjon. I motsetning til de unntak som særskilt nevner varederivater, er dette unntaket en videreføring av et tilsvarende unntak under ISD⁵⁸. Det vises for øvrig til nærmere omtale av de særskilte varederivatunntakene nedenfor.»⁵⁹

Departementet utelukker altså ikke at unntaket kan komme til anvendelse, men man har tydeligvis ikke foretatt en konkret vurdering for å besvare spørsmålet. Derimot har Kredittilsynet tatt stilling til spørsmålet i rundskriv 24/2007:

«Unntaket gjelder for alle typer derivater, og etter som det er tale om handler for andres regning, omfatter unntaket både ordreformidling og aktiv forvaltning. Unntaket omfatter handler på Nord Pool, IMAREX, FishEx og Fish Pool som clears, enten dette er tvungen clearing eller clearing foretas på frivillig basis.»

Kredittilsynet legger videre til grunn at OTC-handler i derivatkontrakter som blir meldt til clearing av for eksempel «brokere», vil omfattes av unntaket dersom vilkårene for øvrig er oppfylt og kontraktene har samme type standardisering som de kontraktene som handles over markedsplassen. Reelle hensyn taler for en slik praktisering. Dersom «brokere» også utfører andre tjenester, for eksempel knyttet til inngåelse av bilaterale terminkontrakter som ikke sikres ved at et oppgjørssentral eller oppgjørssentral trer inn som part, må konsesjonsplikten vurderes med utgangspunkt i hvorvidt disse øvrige tjenestene utgjør en investeringstjeneste i lovens forstand.»

⁵⁸ Directive 93/22/EEC (investeringsdirektivet, som er avløst av MiFID)

⁵⁹ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) side 69.

I proposisjonen til den nye svenske verdipapirhandeloven i forbindelse med implementeringen av MiFID omtales unntaket slik:

«Det er ikke helt lett å se fra et svensk perspektiv identifisere hvilken virksomhet undantaget i artikkel 2.1 1 i MiFID syftar på. Enligt utredningen avser undantaget emellertid antagligen s.k. «locals» på t.ex. LIFFE (London International Financial Futures Exchange) som har en market maker-liknande funktion. Kommissionen har vid möte om genomförandet av MiFID bekräftat att detta undantag avser «locals», dvs. företag som driver sådan verksamhet som beskrivs i artikeln. Även om denna typ av verksamhet inte förekommer i Sverige i dag bör det enligt utredningens uppfattning vara möjligt att i enlighet med MiFID driva sådan verksamhet här i landet utan tillstånd. Vi delar utredningens uppfattning att ett undantag motsvarande det i MiFID därför bör tas in i den nya lagen om värdepappersmarknaden.»⁶⁰

Det dreier seg altså om et unntak som gjelder for aktører – typisk meglere – som tar posisjoner for andre medlemmer av det samme markedet, hvor megleren ikke har oppgjørsansvar.

Kredittilsynet legger til grunn at unntaket kommer til anvendelse for aktører på alle de norske varederivatbørsene og i OTC-markedene, og de mener at aktiv forvaltning også er omfattet av unntaket i tillegg til ren ordreformidling.

4.5.1 Til hvem kan det ytes tjenester under unntaket?

Motivene bak unntaket må være at så lenge det er snakk om at tjenestene utføres for andre medlemmer i markedene, så er det ikke samme behov for investorbeskyttelse som dersom tjenestene ytes overfor ikke-medlemmer. Det må imidlertid avgjøres hvem som er medlemmer av det samme markedet, for at meglerne skal vite hvem de konsesjonsfritt kan yte tjenester til. Så lenge man er på et regulert marked, er dette enkelt – man kan se av børsens

⁶⁰ Ny lag om värdepappersmarknaden, Proposisjon. 2006/07:115

medlemsliste hvem som er omfattet. Men dersom man skal yte disse tjenestene i OTC-markedet, er dette mer usikkert. Hvilke kriterier skal ligge til grunn for at noen kan sies å være «medlem» av et OTC-marked? Jeg antar at man konsesjonsfritt må kunne yte tjenester utenom Nord Pool under dette unntaket til aktører som er medlem på Nord Pool, ettersom det stort sett er tilsvarende typer kontrakter som handles på og utenfor børsen. Men overfor aktører som bare handler OTC og ikke er børsmedlem på Nord Pool kan vel knapt unntaket gjelde. MiFID inneholder ikke noen legaldefinisjon av «member», men begrepet må etter mitt syn innebære at det må dreie seg om en eller annen form for formelt medlemskap av et marked. Dette underbygges av motivene bak unntaket, det er først når det foreligger en eller annen kvalifisert godkjenning gjennom opptak som børsmedlem, at det finnes grunnlag for å sette krav til investorbeskyttelse ut av funksjon. Jeg kan heller ikke se at det er grunnlag for å innbefatte de kundene som er representert av «client representatives»⁶¹ på Nord Pool, og altså ikke er medlemmer selv, ordlyden støtter ikke en slik utvidende tolkning. En hensynsbetraktning kommer heller ikke til hjelp, etter mitt syn, ettersom hvem som helst kan la seg representere av en «client representative», uten at det betyr at man har gjennomgått noen godkjenning som børsmedlem. En kunne muligens hevde at så lenge man snakker om et varederivatmarked, så er det grunn til å tolke unntaket noe utvidende ettersom det uansett gjelder så omfattende unntak på området. Men det er ikke noen signaler fra Kom-misjonen som gir støtte til et slikt syn. Tvert i mot – i Kom-

⁶¹ Begrepet «client representative» brukes på Nord Pool vanligvis om porteføljeforvaltere som håndterer den finansielle porteføljen for en kunde. Den typiske «client representative» er et kraftselskap som forvalter porteføljen for en kunde av hovedvirksomheten.

misjonens Call for evidence i forbindelse med revisjonen av varederivatunntakene er dette unntaket overhodet ikke nevnt. Uansett er det behov for at de unntakene som gjelder er så klare som mulig, for å ikke risikere forskjellsbehandling, og mye taler for å tillegge ordlyden helt avgjørende vekt når det gjelder unntakene.

Etter mitt syn omfattes derfor ikke OTC-megling overfor kunder som ikke er medlem av Nord Pool av unntaket.

Men, som Kredittilsynet antyder – dersom man er utenfor direktivets anvendelsesområde, er man også utenfor konsesjonskravets nedslagsområde. Med andre ord – dersom meglerne megler OTC-kontrakter som ikke faller under direktivets definisjon av finansielt instrument, er det ikke noe krav til konsesjon. Dette gjelder imidlertid bare enkelte spesielle skreddersydde kontrakter med fysisk oppgjør.⁶²⁶³

4.5.2 Hva slags tjenester er omfattet av unntaket?

Kredittilsynet legger til grunn at begrepet «deals for the accounts of other» betyr at både ordreformidling og aktiv forvaltning omfattes av unntaket. Jeg antar at Kredittilsynet mener at «for the account of other» må kunne tolkes antitetisk i forhold til «on own account» som er legaldefinert i MiFID artikkel 4 avsnitt 1 nummer 6, og da må aktiv forvaltning være omfattet. Men dersom en slik tolkning av unntaket gjennomføres, beveger man seg ganske langt vekk fra de såkalte «locals» med marked maker-lignende funksjon, som det

⁶² Fysisk oppgjør: Kontrakter som gjøres opp ved at det pålydende kraftvolum faktisk leveres, i motsetning til kontrakter med finansielt oppgjør hvor kontrakten gjøres opp med en ren økonomisk avregning mellom ihendehaver og utsteder.

⁶³ Se nærmere om hva slags varederivatkontrakter som regnes som finansielle instrumenter i MiFID vedlegg 1, avsnitt C nummer 5 til 7, og gjennomføringsforordningen artikkel 38 nummer 1.

svenske Finansdepartementet mener at unntaket opprinnelig sikter til. Med andre ord – skal unntaket kunne påberopes også av porteføljeforvaltere, selv om unntaket eventuelt opprinnelig var myntet på andre?⁶⁴ Jeg antar at inntil Kommisjonen eventuelt kommer med presiseringer av unntaket, så må en streng ordlydstolkning av unntaket kunne gå som gjeldende rett.

I det finansielle kraftmarkedet er for øvrig ikke aktiv forvaltning for andres regning særlig utbredt, det vanlige er at portefølje-forvaltning skjer gjennom rådgivning, altså ikke slik at investeringsforetaket handler for kundens regning. Det neste spørsmålet blir da om slik rådgivning skal være omfattet av dette unntaket. Rådgivning omfattes neppe av begrepet «deals for the account of other». En «fra det mer til det mindre»-vurdering ville kanskje kunne gi grunnlag for å hevde at dersom aktiv forvaltning for kundens regning er omfattet, så må i hvert fall rådgivning være omfattet. Men her tror jeg det er viktig å holde fast ved ordlyden, og ikke forsøke å strekke unntaket for langt. Rådgivning er ikke en del av «dealing on the account of others», og det er ikke noe som tyder på at unntaket er ment å omfatte andre typer investeringstjenester enn de som er nevnt i unntaket. Slik jeg ser det er derfor den type porteføljeforvaltning som foregår i det finansielle kraftmarkedet ikke omfattet av unntaket, og jeg er uenig med Kredittilsynet på dette punktet. Det må imidlertid innrømmes at spørsmålet neppe har så stor praktisk betydning, ettersom Kredittilsynet selv er den som har tilsyn med at de konsesjonspliktige aktørene har konsesjon. Det er vel lite sannsynlig at en aktør reiser søksmål fordi han mener at Kredittilsynets tolkning av unntakene er for vid. Men

⁶⁴ Kapitaldekningsdirektivet bruker betegnelsen «local firm» og definerer i artikkel 3 nummer 1 litra p slike ved nøyaktig den samme ordlyden som i dette unntaket i MiFID.

dersom vi likevel skulle få en rettssak om omfanget av dette unntaket, for eksempel fordi Kredittilsynet mener at noen har strukket det for langt, eller en aktør mener at Kredittilsynets tolkning er for stram, så vil vi måtte få en vurdering av hvor norske domstoler mener grensen går. Det kan heller ikke utelukkes at en lignende sak kan komme for EF- eller EFTA-domstolen, og en slik avgjørelse vil måtte være styrende for Kredittilsynets praksis.

4.6 Unntakene fra kapitaldekningsdirektivet

Det er to unntak fra kapitaldekningsdirektivet som er aktuelle for det finansielle kraftmarkedet. Det første er unntaket for «local firm» som etter definisjonen i artikkel 3 nummer 1 litra p nøyaktig tilsvarende MiFID-unntaket for «garantert av oppgjørsmedlem», som jeg drøftet i forrige avsnitt. Rekkevidden er den samme for kapitaldekningskravet etter kapitaldekningsdirektivet som for konsesjonsplikten etter MiFID, og jeg drøfter ikke dette unntaket ytterligere.

Det andre unntaket som er aktuelt er varederivatunntaket i artikkel 48 nummer 1:

«The provisions on capital requirements as laid down in this Directive and Directive 2006/48/EC shall not apply to investment firms whose main business consists exclusively of the provision of investment services or activities in relation to the financial instruments set out in points 5, 6, 7, 9 and 10 of Section C of Annex I to Directive 2004/39/EC»⁶⁵

I vphl 2007 er kravet til kapitaldekning for verdipapirforetak tatt inn i kapittel 9, det vil si at varederivatunntakene også gjelder kapitaldekningskravet. Men siden dette unntaket i motsetning til MiFID-unntakene automatisk løper ut i 2010, må det før eller senere endres slik det nå står i vphl 2007, med mindre resultatet av

⁶⁵ Kapitaldekningsdirektivet artikkel 48, første avsnitt.

revisjonen skulle bli en forlengelse eller permanent opprettholdelse av unntaket.

Ettersom den lovtekniske løsningen som er valgt i vphl 2007 er at kapitaldekningskravene er lagt inn i kapittel 9, som varederivat-unntakene gjør unntak fra, er altså grensene for CAD-unntaket i vphl 2007 sammenfallende med MiFID-unntakene, slik disse er interpretert i vphl 2007. Et nærliggende spørsmål er om denne løsningen er i tråd med direktivene.

Unntaket gjelder etter ordlyden for investeringsforetak som utelukkende yter tjenester knyttet til de finansielle instrumenter som er nærmere angitt (varederivater og lignende «eksotiske» derivater).⁶⁶ Derimot er det ikke noen betingelse at disse tjenestene utelukkende ytes til klienter av hovedvirksomheten. Etter ordlyden rekker dermed unntaket fra kapitaldekningskravet lengre enn unntakene fra MiFID ettersom alle som (utelukkende) yter investeringstjenester i varederivater er unntatt – også rene mellommenn, som ikke er unntatt fra MiFID. Ut fra fortalen til kapitaldekningsdirektivet må dette være en bevisst valgt løsning:

«The capital requirements for commodity dealers, including those dealers currently exempt from the requirements of Directive 2004/39/EC, will be reviewed as appropriate in conjunction with the review of that exemption as set out in Article 65(3) of that Directive.»⁶⁷

Det er altså kapitaldekningskravene for alle som handler med varederivater som skal revideres, ikke bare de som er omfattet av varederivatunntakene i MiFID. Dette må bety at også selve unntaket i artikkel 48 er ment å omfatte alle som handler (utelukkende) i

⁶⁶ Kommisjonens Call for Evidence kaller disse instrumentene for «exotic derivatives».

⁶⁷ Fortalen til kapitaldekningsdirektivet artikkel 21.

varederivater. Dermed er ikke vphl 2007 i tråd med kapitaldekningsdirektivet på dette punktet, siden vphl 2007 ikke gjør særskilt unntak fra kapitaldekningskravet for andre varederivataktører enn de som er omfattet av MiFID-unntakene.⁶⁸ Det kan altså være aktører i varederivatmarkedene som etter EØS-lovgivningen skulle vært unntatt fra kravet til kapitaldekning, men som etter norsk lov ikke er unntatt. Dette vil for eksempel kunne gjelde eventuelle meglere som ikke er omfattet av «garantert av oppgjørsmedlem-unntaket». Disse må altså skaffe seg konsesjon etter vphl 2007 kapittel 9, og siden denne konsesjonen omfatter kapitaldekningskravet må de etterleve kravene til kapitaldekning. Riktignok kan nasjonale myndigheter stille strengere krav til kapitaldekning enn det som følger av direktivet, og dermed er ikke implementeringen i strid med EØS-retten i den forstand. Men dersom denne diskrepansen ikke er tilsiktet, vil en domstol kunne komme til at kravet om kapitaldekning for disse aktørene er ugyldig. Det er uklart for meg om dette er en problemstilling som har relevans for noen av aktørene i det finansielle kraftmarkedet i dag, men ideelt sett burde vel reglene i vphl 2007 hatt unntak fra kapitaldekningskravet for alle varederivatforetak, slik at man oppfylte kapitaldekningsdirektivet.

4.7 Oppsummering om unntakene

Det praktisk viktigste MiFID-unntaket er uten tvil «kunde av hovedvirksomhet-unntaket». Dette unntaket unntar i praksis alle kraftforetakene fra konsesjonskravet. Det er mulig noen av dem må endre litt på de tjenestene de tilbyr, men stort sett kan de fortsette den virksomhet de driver konsesjonsfritt. Det er disse aktørene som

⁶⁸ Kapitaldekningsdirektivet er gjort til en del av EØS-samarbeidet, og er således bindende for Norge.

står for brorparten av handlene i det finansielle kraftmarkedet, dermed er det meste av omsetningen unntatt de nye reglene. I praksis blir det bare investerings- og handelsbankene som behøver konsesjon, og disse vil ha konsesjon fra andre markeder enn kraftmarkedet. Tradere, fond og prisstillere er ansett å handle på egen bok, og omfattes derfor ikke av reglene. Meglerne omfattes av reglene dersom de har oppgjørsansvar selv. Så vidt jeg kjenner til, opptrer det ikke noen slike meglere i det finansielle markedet i dag.

5 Rettspolitisk vurdering

5.1 Innledning

Som tidligere nevnt skal varederivatunntakene fra MiFID og kapitaldekningsdirektivet revideres i løpet av 2008. EU-kommisjonen har gjennomført en høringsrunde («call for evidence») hvor man har bedt om innspill til revisjonen. I høringsbrevet reiser Kommisjonen en rekke spørsmål i forbindelse med unntakene, og man skisserer en liste av hensyn som man mener kan være styrende for vurderingen av unntakene. Listen nevner følgende hensyn:

- markedsintegrasjon
- markedsstabilitet og -effektivitet
- økning av EU-foretaks globale konkurranseevne
- markedsintegritet og investorbeskyttelse
- utjevning av konkurransevilkår
- leveringssikkerhet i de fysiske markedene

Aktørene er bedt om å uttale seg om unntakene vurdert mot disse hensynene, jeg bruker derfor denne listen som en rettesnor for min rettspolitiske drøftelse. Det er ikke plass her til noen utfyllende drøftelse av alle hensynene. Jeg nøyer meg derfor med å risse opp hvilke problemstillinger som reiser seg i forbindelse med de forskjellige hensynene, og å gi min personlige vurdering av hvordan unntakene stiller seg i det bildet. Jeg velger imidlertid å behandle konkurransespørsmålet forholdsvis grundig, ettersom jeg mener det er nødvendig å trenge dypere inn i den materien, for å kunne avgjøre om unntakene kommer i konflikt med hensynet til fri mest mulig fri konkurranse mellom aktørene.

5.2 Markedsintegrasjon

Integrasjon av finansmarkedene er et av de mest sentrale mål bak hele den nye felles lovgivningen for finansmarkedene i EU. Det

dreier seg først og fremst om integrasjon mellom ulike land, men også mellom ulike markedsplasser. Spørsmålet i denne sammenheng blir om unntakene i seg selv kan sies å virke integrasjons-hemmende. Svaret på det må være bekreftende. Det ligger i sakens natur at når målet er et enhetlig regelverk, vil unntak fra dette enhetlige regelverket automatisk representere at regelverket blir mindre enhetlig. Ettersom de virksomhetene som er unntatt fra MiFID ikke får del i Single Passport, har de ikke automatisk den samme muligheten til å operere i ulike land, som de som har konsesjon. Riktignok tyder signaler fra aktører i det nordiske kraftmarkedet på at man ikke per i dag opplever dette som et reelt problem, men dette kan endre seg over tid. Etter mitt syn er det derfor ganske klart at varederivatunntakene kommer i konflikt med hensynet til markedsintegrasjon.

5.3 Markedsstabilitet og -effektivitet

Et nøkkelord når det gjelder markedsstabilitet og -effektivitet, er likviditet. Desto mer likvid et marked er, desto mer effektivt kan markedet fungere ressursallokerende. På samme måte vil et mer likvid marked være mer stabilt enn et mindre likvid marked, ved at markedet i utgangspunktet skal bli mindre volatil – altså mindre utsatt for store (og uønskede) kursfluktuasjoner. Sentrale forutsetninger for likviditet er åpenhet, tillit og investorbeskyttelse. I utgangspunktet skulle derfor unntakene fra MiFID tilsi at likviditeten ble svekket, ettersom investorer som handler med aktører uten konsesjon har et mindre omfattende regelverk til å beskytte seg. Imidlertid er det liten grunn til å tro at handelen i det finansielle kraftmarkedet kommer til å bli redusert som følge av unntakene. De som handler der i dag, har allerede en relasjon til sine forretningspartnere, og den relasjonen vil neppe påvirkes så mye av en eventuell konsesjon. Det som imidlertid kan tenkes er at potensielle fremtidige investorer vil være mer forsiktige med å

handle med aktører uten konsesjon. I så fall kan det hevdes at unntakene – i hvert fall teoretisk – hindrer effektiviteten i markedet. Det samme må sies å gjelde unntaket fra kapitaldekningsdirektivet, ettersom et av de sentrale hensyn bak dette er risiko-effektiv allokering av kapital.

5.4 Økning av EU-foretaks globale konkurransevne

Det må antas at de foretak som har konsesjon, og særlig de som benytter seg av single passport til å operere i flere EU-land, i utgangspunktet er bedre rustet til å operere på den globale arena. I call for evidence framholdes det at handel med varer og varederivater blir stadig mer globalisert. Imidlertid er det ikke så mye som tyder på at de foretakene i det nordiske finansielle kraftmarkedet som ikke er konsesjonspliktige, har ambisjoner om å handle i kraftmarkeder på andre kontinenter, men det kan selvsagt ikke utelukkes.

5.5 Markedsintegritet og investorbekyttelse

Hensynet til markedsintegritet og investorbekyttelse er vel det som lider mest under unntakene. Det er klart at når man handler med konsesjonsfrie foretak, har man en lavere grad av investorbekyttelse enn når man handler med foretak med konsesjon. Det skulle i utgangspunktet tilsi lavere grad av markedsintegritet i det finansielle kraftmarkedet enn ellers. Nå er det ikke sikkert at de som handler der i dag opplever dette som et problem, det vil tiden vise. Det er jo heller ikke slik at investorbekyttelsen blir svakere enn den tidligere har vært, den blir bare svakere enn i andre finansielle markeder. De aktørene i det finansielle kraftmarkedet som også er eksponert i det fysiske, og som handler ut fra rene prissikringsbehov, vil etter alt å dømme handle som før. Spørsmålet er om rene

finansielle investorer i mindre grad vil kanalisere investeringer til det finansielle kraftmarkedet som følge av unntakene. Det er ikke sikkert, ettersom de normalt vil handle med de foretakene som er konsesjonspliktige.

Mitt syn er dermed at det er klart at markedsintegritet og investorbeskyttelse blir skadelidende som følge av unntakene, men det trenger ikke bety at likviditeten i markedet blir vesentlig svekket.

5.6 Utjevning av konkurransevilkår

Konkurransehensynet påkaller etter mitt syn en mer grundig drøftelse enn de andre hensynene. Dersom unntakene skaper konkurransemessige problemer, er det et ikke ubetydelig problem fordi likest mulige konkurransevilkår er del av de overordnede mål for hele EU/EØS-samarbeidet.

Dersom ytere av de samme investeringstjenestene opplever ulike rammevilkår ved at enkelte pålegges konsesjons- og kapitalkrav, kan det virke hemmende på den frie konkurranse i markedet. Vi kan altså oppleve at et direktiv som søker å legge til rette for et fritt marked for investeringstjenester, samtidig hindrer konkurransen mellom aktørene i det samme markedet. I så fall står to sentrale hensyn bak hele det felleseuropeiske indre marked mot hverandre.

En kan tenke seg at det er et konkurransefortrinn å ha konsesjon, ettersom man da i teorien har systemer som skal ivareta investorens – kundens – interesser på en bedre måte. I så fall er ikke konkurransevidningen nødvendigvis noe stort problem, ettersom de ikke-konsesjonspliktige aktørene da eventuelt kan oppnå de samme rammebetingelser ved å skaffe seg konsesjon. (Man planlegger ikke i Norge å gi mulighet for konsesjon til de som materielt sett havner utenfor kravene, disse foretakene må eventuelt legge om virksomheten slik at de blir konsesjonspliktige.) Problemet oppstår dersom

det blir et konkurransefortrinn å ikke ha konsesjon, ved at man kan tilby lavere priser, ettersom man da normalt vil ha lavere kostnader.

5.6.1 Er konkurransevidning et reelt problem?

For å avgjøre om konkurransevidning er et reelt problem blir det nødvendig å se nærmere på om tilnærmet identiske tjenester kan ytes av aktører med og uten konsesjonsplikt. Da er det mest naturlig å se på det fra kundesiden. Dersom en kunde har valget mellom å kjøpe tjenester fra en tjenesteyter med konsesjon og den nødvendige kapitaldekning på plass, og en uten, vil han da velge han som har konsesjon – og som dermed i teorien ivaretar investoren på en bedre måte – eller vil han velge den som kan tilby den laveste prisen?

Dersom det dreier seg om en profesjonell investor som ikke ser det umiddelbare behovet for forsterket investorbeskyttelse, så er det grunn til å tro at det minst kostbare alternativet vil bli valgt hvis tilbudene ellers framstår som like, og dermed kan det hevdes at konkurransevilkårene er ulike for ulike aktører. Riktignok er det ikke sikkert at slike vridningseffekter vil slå inn i det nordiske kraftmarkedet med det aller første. Trolig vil faste kundeforhold og relasjoner for de fleste i første omgang være viktigere enn størrelsen på kurtasjen. Men dette kan endre seg, og direktivet skal jo gjelde for all varederivathandel i hele EU/EØS-området – det er derfor grunn til å tro at spørsmålet om konsesjon eller ikke kan komme til å bli styrende for valg av tjenesteyter på den måten at flere kunder kanaliseres til ikke-konsesjonspliktige tjenesteytere enn dersom konsesjonsplikten hadde omfattet alle. Dessuten kan det tenkes at enkelte aktører vil endre sammensetningen av sitt tjenestetilbud for nettopp å unnslippe konsesjonsplikten. Et kraftselskap kan for eksempel tenkes å ville slutte med å tilby porteføljeforvaltning til klienter som ikke er kunder av hovedvirksomheten, siden slike tjenester vil være konsesjonspliktige. Det kan være fordi kraft-

selskapet ser at kostnadene ved å skaffe seg konsesjon overstiger inntektene fra slik virksomhet, eller at man mener at konsesjonspliktig investeringsvirksomhet ligger så langt unna kjernevirksomheten at man ikke ønsker å bruke ressurser på det. Dersom slike effekter oppstår, vil det være vridningseffekter som i prinsippet er uønskede ettersom det da er legislative hensyn og ikke kommersielle hensyn som styrer markedsaktørene.

I økonomispråk kalles dette gjerne en ekstern virkning, eller en ikke-tilsiktet virkning. At legislative hensyn styrer markedsatferden til aktørene er selvsagt ikke nødvendigvis noe negativt – politikk dreier seg jo ofte om det, og det kan meget vel være at den «eksterne» effekten nettopp er hva man ønsker å oppnå gjennom reguleringen, og i så fall kan den knapt kalles en ekstern virkning. Men dersom målet er et mest mulig effektivt marked, må en slik vridningseffekt regnes som uønsket ettersom en slik virkning vil være forstyrrende for markedets evne til ressursallokering.

5.6.2 Aktørenes syn på saken

Kommisjonen har i Call for evidence adressert dette spørsmålet ved å stille markedsaktørene dette spørsmålet:

«Do you consider that the exemptions under MiFID Article 2(1)(i) and 2(1)(k) and under Article 48 of the recast CAD create a competitive distortion which could be of significant policy concern?»

I svarene fra høringsinstansene⁶⁹ kommer det fram bekymring for konkurransesituasjonens ve og vel, men det går til en viss grad et

⁶⁹ Review of commodity and exotic derivatives and related business as required by markets in financial instruments directive (MiFID) and recast Capital Adequacy Directive, 14. august 2007.

skille mellom produsenter og tradisjonelle investeringsforetak. Produsentene mener at unntakene ikke gir noe vesentlig grunnlag for konkurransevidning, og kan for så vidt anklages for å be for sin syke mor. Mens investeringsindustrien i større grad mener at unntakene fører til konkurransevidninger, og kan for så vidt også anklages for å be for sin syke mor. Men det er selvsagt helt legitimt å argumentere for egne interesser i en slik høring – det er jo hele poenget med høringen, og det viktige her er at det framkommer reell bekymring fra markedsaktørene for at den frie konkurranse i markedet er skadelidende. Så blir det opp til Kommisjonen i neste omgang å eventuelt ta hensyn til denne bekymringen. Som en del av det spørsmålet må Kommisjonen ta stilling til om det faktisk er grunnlag for denne bekymringen, eller om investeringsforetakene bekymrer seg unødige. Produsentene anfører for det første at de tjenestene som ytes i ly av unntakene er rene hedging-tiltak for å sikre posisjoner i det fysiske markedet, og at tilbudet om slik handel ikke er drevet av noen intensjon om å konkurrere med investeringsforetakene. Det kan for så vidt være riktig, men det er jo ikke noe godt argument for at unntakene ikke virker konkurransevidende. Isolert sett er konkurransevidningen et faktum i det øyeblikk kunden velger en annen tilbyder enn vedkommende ville ha gjort dersom det konkurransevidende element ikke var til stede, uavhengig av hensiktene verken til tilbyderne eller de som har laget regelverket. Det som derimot kunne være et argument for at en slik vridning ikke er et reelt problem er dersom alternativet til tiltaket som skaper vridningen også medfører vridningseffekter, da i den motsatte retning. Produsentene anfører derfor at dersom de pålegges kapitaldekningskrav under kapitaldekningsdirektivet så vil de bli tvunget til enten å reise mer egenkapital, eller å opprette egne

investeringselskaper for å ta seg av denne handelen.⁷⁰ Begge deler vil i følge produsentene svekke kvaliteten av markedsaktørene. Dermed skulle altså bortfall av unntakene virke like konkurransevidende som unntakene i seg selv, men altså denne gangen i investeringsindustriens favør.

Det kan imidlertid reises spørsmål ved denne argumentasjonen. For det første er det vel ikke innlysende at slike tiltak ville svekke markedsaktørene, sett fra kundenes side. Dessuten er det vel slik at dersom synspunktet skal være et godt argument mot at et tiltak virker konkurransevidende, så man være overbevist om at unnlatelse av å gjennomføre tiltaket ville medføre en svekkelse av konkurransesituasjonen som i styrkegrad minst tilsvarende den svekkelsen i konkurransesituasjonen som innføring av tiltaket medfører. Ellers vil jo innføring av tiltaket virke positivt på konkurransesituasjonen, ved at den tross alt bedres i forhold til dersom tiltaket ikke innføres. Sagt på en annen måte: det er bare dersom man kan være sikker på at bortfall av varederivatunntakene vil føre til en sterkere svekkelse av kundenes interesser enn opprettholdelse av dem, at man med rette kan hevde at unntakene ikke svekker konkurransesituasjonen. Hvorvidt kraftprodusentene har rett i at bortfall av unntakene vil svekke kvaliteten av markedsaktørene i en slik grad, er nærmest umulig å svare på før reglene trer i kraft. Man kan for så vidt si at kraftprodusentene er nærmest til å svare på spørsmålet selv, og at det derfor er grunn til å legge vekt på dette synet. Men da må vi igjen huske på at de fleste kraftprodusentene har interesse av å opprettholde unntakene – og at argumentasjonen kan være farget av det. Intuitivt har jeg problemer med å godta at eventuell omorganisering av kraftforetakene, eller ytterligere

⁷⁰ Problemet er at når kapitalen beregnes, så får man ikke uttelling for fysiske kraftanlegg.

kapitalstillelse, med de kostnader det medfører, skulle kunne svekke tilbudet til kundene så mye at kundene ville være bedre tjent med at noen av tilbyderne tross alt hadde den fordel at de ikke hadde konsesjonskrav og kapitaldekningskrav på seg. Etter mitt syn er derfor ikke noen av de nevnte argumentene for at unntakene ikke virker konkurransevridende særlig holdbare.

5.6.3 Avskallingseffekter?

Et ytterligere moment som framholdes av kraftbransjen er at små og mellomstore foretak som handler i kraftmarkedet kan bli tvunget ut av markedet fordi kostnadene med konsesjon og kapitaldekningskrav blir for høye, dersom unntakene faller bort.⁷¹ Dermed vil konkurransen lide overlast ved at det blir færre tjenestetilbydere å velge mellom. Det kan vel ikke utelukkes at noe slikt kan komme til å skje, men som argument for at unntakene ikke er konkurransevridende biter momentet seg selv litt i halen – det er jo nettopp for å styrke konkurransen at de nye reglene innføres og da kan man ikke bruke belastningen ved de nye reglene i seg selv som argument for å slippe unna dem i konkurranseøyemed. Noe annet ville det være hvis tiltakene var så belastende for alle aktørene at alle var enige om at de samlet sett gjorde mer skade på markedet enn de gjorde godt, men det er ikke lenger en aktuell diskusjon når det gjelder MiFID. Regimet er kommet for å bli, også på varederivatenes område. Dessuten kan det litt slemt hevdes at dersom man ikke er i stand til å drive etter de regler som gjelder for alle andre investeringsforetak, enten de opererer i varederivatmarkedene eller i aksjemarkedene, så har man heller ikke noe i markedet å gjøre, og at en slik «utrenskning» også kan ha sine

⁷¹ Høringsuttalelsen fra VDEW (Verband der Elektrizitätswirtschaft e. V.) til Kommisjonens Call for evidence, side 16.

positive sider. Heller ikke dette momentet er derfor etter mitt syn noe godt argument for at unntakene ikke virker konkurransevidende.

Investeringsindustrien på sin side har en vesentlig enklere oppgave i å argumentere for at unntakene virker konkurransevidende. Selve det faktum at de fleste kraftprodusentene ønsker å opprettholde unntakene, er jo nærmest et argument i seg selv. Det er vel dessuten enighet om at konsesjons- og kapitaldekningskravene i MiFID og kapitaldekningsdirektivet i seg selv medfører kostnader og dermed vil virke prisdrivende for de som er omfattet av dem. Dermed skulle det være klart unntakene gir markedsmessige fordeler til de som er omfattet av dem. Men dette er strengt tatt bare et teoretisk utgangspunkt. Før man har sett hvordan det blir i praksis, vet man ikke sikkert hvilke effekter unntakene vil få. Dersom markedtsaktørene rent faktisk ville ha foretatt de samme valg av tilbyder enten unntakene er der eller ikke, gir det ikke så mye mening å si at unntakene virker konkurransevidende selv om teorien tilsier at de gjør det. Vi må se litt nærmere på strukturen i det finansielle kraftmarkedet for å kunne forsøke å si noe fornuftig om dette.

5.6.4 Vil unntakene rent faktisk påvirke kundenes valg?

I hovedsak har vi to typer kunder i det finansielle kraftmarkedet – «hedgere» og rene finansielle investorer.

Hedgerne har normalt sin finansielle handel nært knyttet til sin fysiske handel – det er jo mye av poenget – å sikre de fysiske posisjonene. Som regel vil kundene bruke den samme tjenestetilbyderen (for eksempel Statkraft) i det fysiske og i det finansielle markedet. På denne måten kan kunden få porteføljerådgivning som er spesialtilpasset de fysiske posisjonene. For at andre investeringsforetak skal kunne konkurrere med kraftforetakene om å tilby disse

tjenestene må de på en eller annen måte gi et tilbud som investoren oppfatter som bedre. Det kan være gjennom å tilby lavere pris eller bedre kvalitet. Men selv om investeringsforetakene skulle kunne tilby lavere pris, er det ikke sikkert at kunden ser seg tjent med å benytte dem. For det første kan det handle om å ha et godt kundeforhold til den samarbeidspartneren som tross alt er den viktigste – nemlig kraftforetaket, det kan derfor tenkes at pris ikke er en avgjørende faktor i vurderingen. For det andre kan selve prissettingen skape problemer. Ettersom kraftforetakene yter porteføljeforvaltningstjenester i nær tilknytning til den fysiske porteføljen kunden er eksponert for, gis kraftforetakene rikelige muligheter til å gjøre prisbildet på de rene finansielle tjenestene uoversiktlig, slik at det blir vanskelig for kunden å sammenligne med andre tilbydere av finansielle tjenester. Kraftforetakene kan for eksempel gi rabatter som følge av at kunden handler både fysisk og finansielt hos samme foretak, eller de kan velge ulike måter å prissette tjenester på, slik at sammenligning vanskeliggjøres. Dessuten er investeringstjenestene heller ikke standardiserte, det dreier seg dels om rådgivning, slik at prissammenligning også av den grunn vanskeliggjøres og det trenger ikke ligge noen illegitim tåkelegging av sammenligningsgrunnlaget fra kraftforetakenes side bak slike vanskeligheter.

Det må nevnes at flere av disse problemene ikke er spesifikke for kraftmarkedet. Ufullkommen informasjon er en av hovedutfordringene når det gjelder å skape et effektivt marked – og kan derfor vanskelig brukes som et argument for å ikke forsøke å skape et effektivt marked, det ville jo være å snu hele problematikken på hodet. Det man må etterstrebe er å optimalisere forholdene for fullkommen informasjon, slik at markedet effektiviseres. Men sammen med idealet om fullkommen informasjon og sammenlignbare prisforhold, må man ha i mente at hvert enkelt avgrenset marked – slik som det nordiske kraftmarkedet – har sine særegenheter som må tas med i betraktningen når det skal utvikles

regler for markedet. Dersom de nevnte momentene gjør at hedgerne ville valgt de samme tilbyderne av investeringstjenester som de gjør i dag, selv om de samme rammebetingelsene gjaldt for alle tilbyderne – altså at det ikke var unntak for varederivatforetakene – har vi den situasjonen at det ikke er naturlig å snakke om konkurransevridding for så vidt gjelder den delen av kundegruppen som handler i prissikringsøyemed. Men da står vi igjen med spørsmålet om det faktisk at markedet er preget av ufullkommen informasjon, skal kunne rettferdiggjøre unntak som i utgangspunktet virker konkurransevriddende. Jeg synes ikke en slik argumentasjon kan være holdbar.

For de rene finansielle investorene er ikke konkurranseproblemstillingen så aktuell. Med et mulig unntak for de konsesjonsfrie meglerne (garantert av oppgjørsmedlem-unntaket), vil disse måtte handle hos de konsesjonspliktige aktørene, de kan ikke velge å handle hos kraftforetakene ettersom de ikke er kunder av hovedvirksomheten.

Min oppsummering av dette må bli at unntakene virker konkurransevriddende etter sin natur, så å si, selv om det ikke nødvendigvis vil oppstå vriddningseffekter i det markedet vi har i dag.

5.7 Leveringssikkerhet i de fysiske markedene

I call for evidence anføres det at prissignalet fra et effektivt finansielt marked er viktig for velfungerende fysiske markeder, ved at markedsaktørene får best mulig grunnlag for å ta beslutninger om investeringer og forretningsdrift. Dette er en viktig problemstilling, dersom unntakene påvirker prissignalet slik at det får samfunnsmessige virkninger ut over de rent finansielle, har det stor betydning for om unntakene kan forsvares.

Men jeg tror vel at selv om det skulle skje at likviditeten ble svekket som følge av unntakene (noe som slett ikke er sikkert) og

prissignalet dermed ikke er optimalt, så vil ikke det ha noen målbar effekt for industrielle beslutningstagere i det fysiske markedet. Til det vil påvirkningen av prissignalet være for liten.

Jeg ser derfor ikke at unntakene kan skape problemer for leveringssikkerheten i det fysiske kraftmarkedet.

5.8 Oppsummering, bør unntakene opprettholdes?

Etter mitt syn er det ikke så mye tvil om at varederivatunntakene i utgangspunktet kommer i konflikt med viktige markedsøkonomiske hensyn som fri konkurranse, markedseffektivitet og markedintegritet. Men som jeg har forsøkt å vise, er det ikke sikkert de praktiske konsekvensene per i dag blir særlig store i det nordiske kraftmarkedet. Derimot er det grunn til å tro at dersom varederivatmarkedene utvikler seg slik at de blir likere og likere andre finansielle markeder – slik man i for seg ønsker å stimulere til, gjennom å innlemme disse markedene i verdipapirhandellovgivningen – så kan disse problemene og vridningseffektene bli mer synlige. Noe veldig stort problem tror jeg imidlertid aldri det kommer til å bli, til det er unntakene for spesialiserte og kasuistiske. Det unntaket som kanskje kan skape mest problemer er «garantert av oppgjørsmedlem-unntaket». De aktørene som faller inn under unntaket har i større grad mulighet til å konkurrere med andre investeringsforetak enn det for eksempel kraftforetakene har, der det bare er tjenesteyting til kunder av hovedvirksomheten som er konsesjonsfri.

Når det gjelder kunde av hovedvirksomhet- og egenhandel-unntaket har CESR kommet med følgende anbefaling til Kommisjonen:

«Deletion of the exemptions in Articles 2(1)(i) and (k) could have unforeseen consequences. There is a danger that because other exemptions do not take full account of the specificities of commodity

derivatives markets and their participants, some primarily non-financial firms which do not raise similar regulatory issues to MiFID investment firms would be brought inside the scope of the directive. There is therefore a strong case for treating commodity derivatives markets differently from other financial services markets, and for modifying the exemptions in Articles 2(1)(i) and (k) rather than simply removing them.»⁷²

Det blir spennende å se hva Kommissjonen velger å gjøre, men det er vel grunn til å tro at anbefalingen fra CESR kommer til å veie tungt i vurderingen.

⁷² CESR/CEBS's technical advice to the European Commission on the review of *commodities business*. 15. oktober 2008

6 Avslutning

Det nye reguleringsregimet for det finansielle kraftmarkedet er i utgangspunktet en betydelig endring av rammevilkårene i markedet. Dette markedet har tidligere hatt liten grad av regulering, og markedet har på mange måter levd sitt eget liv, avsondret fra de andre finansielle markedene. Det finansielle kraftmarkedet ble utviklet som følge av behov som oppsto etter at de fysiske kraftmarkedene i Norden ble deregulert utover 1990-tallet. Det var behov hos aktørene i markedet som skapte det finansielle markedet mer enn et «politisk vedtak»⁷³. Dermed kan det hevdes at det er de store kraftforetakene som har «funnet opp» markedet, og at markedet først og fremst er til for dem.

Det er vel kanskje en lignende tankegang som ligger bak varederivatunntakene i MiFID og kapitaldekningsdirektivet. Unntakene bærer preg av å være tilpasset kraftforetakene,⁷⁴ og det er vel grunn til å tro at unntakene har kommet etter initiativ fra disse foretakene selv. Men skal Kommisjonen ta målsettingene i Financial Services Action Plan på alvor, er det etter mitt syn vanskelig å forsvare å opprettholde unntakene, dersom unntakene ikke på noen måte bidrar til oppfyllelsen av planen.

Skulle unntakene bli fjernet, eller skulle det bli innført et eget varederivateregime, må den norske verdipapirhandelloven naturligvis endres. Men enn så lenge gjelder unntakene og de fleste aktørene i det finansielle kraftmarkedet kan fortsette sin virksom-

⁷³ Selv om det jo var et politisk vedtak som lå bak opprettelsen av det fysiske kraftmarkedet, og man har vel forutsett at finansiell derivathandel kom til å oppstå.

⁷⁴ Hvorvidt man også har hatt andre råvaremarkeder enn kraftmarkedet i tankene med unntakene, er for meg ukjent, men unntakene gjelder selvsagt også for andre markeder.

het som før. Dersom det kommer konsesjonskrav for alle aktørene, gjenstår det å se hva kraftforetakene vil gjøre. Vil de gjennomføre konsesjonskravene i forvaltningsavdelingene og søke konsesjon for å kunne fortsette å tilby porteføljeforvaltning, eller vil de legge ned denne typen virksomhet?

Det som er sikkert er at MiFID innvarsler en ny tid for varederivatmarkedene. Disse markedene anses nå som finansielle markeder på linje med markeder i andre finansielle instrumenter som aksjer og obligasjoner. Sannsynligvis vil endringene også medføre endringer i sammensetningen av aktører. Hvem som blir, hvem som forsvinner og hvem som kommer til, gjenstår å se.

Kildeliste

Litteratur

- Arnesen, Introduksjon til rettskildelæren i EF
Finn Arnesen: Introduksjon til rettskildelæren i EF (Oslo 1994)
- Bergo, Børs- og verdipapirrett Knut Bergo: Børs og verdipapirrett (Oslo 2004)
- Bergo, Høyesteretts forarbeidsbruk Knut Bergo, Høyesteretts forarbeidsbruk (Oslo 2000)
- Mugele m fl. Christian Mugele, Svetlozar T. Rachev og Stefan Trück, Stable Modeling of different European Power Markets. Artikkel publisert på Universitetet i Karlsruhe sine nettsider, februar 2005.
http://www.statistik.unikarlsruhe.de/download/tr_stable_modeling.pdf
- Sejersted m fl. Fredrik Sejersted, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad, Sten Foyn, Olav Kolstad: Eøs-rett, 2. utgave (Oslo 2004)
- Wasenden Odd-Harald B. Wasenden (2007), Om det finansielle kraftmarkedet, En rettslig studie, med vekt på reguleringen av informasjonstilgang og markedsatferd. Doktoravhandling 2007.

Norsk lovgivning

Lover

- Lov av 29. juni 1990 nr. 50 om produksjon, omforming, overføring, omsetning, fordeling og bruk av energi m.m. (energiloven)

Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (den tidligere verdipapirhandel-
loven)

Lov 15. juni 2001 nr. 42, endringslov til verdipapirhandelloven

Lov av 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

Forskrifter

Forskrift 2006-12-14 nr 1506: Forskrift om kapitalkrav for forretningsbanker, sparebanker, finansieringsforetak, holdingselskaper i finanskonsern, verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond mv. (kapitalkravsforskriften).

Forskrift 2007-06-29 nr 876: Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften)

Forskrift 2007-06-29 nr 875: Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften)

Offentlige dokumenter

NOUer

NOU 1999: 29 Varederivater

NOU 2006: 3 Om markeder for finansielle instrumenter

Ot.prp.

Ot.prp. nr. 34 (2007-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)

Rundskriv

Rundskriv 24/2007 fra Kredittilsynet

Felleskapsrettslige tekster

Direktiver og forordninger

Directive 93/22/EEC	Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field. (investeringsdirektivet)
Directive 2003/6/EC	Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse). (markedsmisbruksdirektivet)
Directive 2004/39/EC	Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC. (MiFID)
Directive 2006/49/EC	Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions (recast). (kapitaldekningsdirektivet)
Directive 2006/72/EC	Commission directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive. (gjennomføringsdirektivet)
Regulation No 1287/2006	Commission regulation (EC) No 1287/2006 of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and

of the Council as regards recordkeeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive.
(gjennomføringsforordningen)

Dokumenter fra Kommisjonen

COM(1999)232, Financial Services: Implementing the framework for financial markets: Action Plan.

Call for evidence (Høringsbrev fra Kommisjonen) Call for evidence. Review of commodity and exotic derivatives and related business as required by MiFID and recast CAD. 1st December 2006.

Review of commodity and exotic derivatives and related business as required by markets in financial instruments directive (MiFID) and recast Capital Adequacy Directive, 14. august 2007.

Dokumenter fra Parlamentet

Oppsummering av MiFID, Final act. COD/2002/0269 : 21/04/2004 - Final legislative act

Svenske forarbeider

Ny lag om värdepappersmarknaden, Proposisjon. 2006/07:115

Nettsteder

www.nordpool.no

Dommer

Høyesterett

Rt 1997 s. 1954

Rt 1997 s. 1965

Andre dokumenter

Høringsuttalelsen fra VDEW (Verband der Elektrizitätswirtschaft e. V.) til
Kommisjonens Call for evidence. Finnes på denne nettadressen:
http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/consultation_derivatives/vdew_en.pdf

«Trade at Nord Pool's Financial Market». Informasjonshefte fra
www.nordpool.no

Diagram med sammenstilling av kraftpriser i ulike europeiske markeder:
<http://www2.rwecom.geber.de/factbook/en/electricity/generation/marketdata/electricityprices/wholesalepricesineuropeanpowermarkets>

CESR/CEBS's technical advice to the European Commission on the review of
commodities business. 15 oktober 2008

Tidligere utgaver av MarIus

De oppgitte prisene er for abonnenenter. Andre kjøpere som ønsker enkelthefters må betale dobbelt pris, med minstepris kr. 50 + porto. Fullstendig register i runde nummer (360, 370 osv.) og på våre nettsider www.jus.uio.no/nifs.

- 368 OLEBAKKEN, Ingeborg Holtskog Ny UNCITRAL-konvensjon om sjøtransport. 100 s. 2008. Kr. 110,-
- 369 SIMENSEN, Rine Anette B. Utnyttelse av tidskrisiske ressurser i modne deler av kontinentalsokkelen. Myndighetenes styringsadgang, 153 s. 2008. Kr. 160,-
- 370 BRYGFJELD, Mari Kjellevoid
KRYDSBY, Stian Tjørswaag Prekvalifisering av nye aktører på norsk sokkel
Overdragelse av deltakerandeler i utvinningstillatelse, 204 s. 2009. Kr. 250,-
- 371 Startseminar sjøsikkerhetsprosjekt 28. – 29. januar 2008, Lysebu. 2009. 276 s. Kr. 260,-
- 372 DAHLE, Andreas Kjøp og salg av Second Hand Vessel – selgers ansvar for heftelser i og krav mot solgt skip etter Norwegian Saleform klausul 9, 169 s. 2009. Kr. 210,-
- 373 MELING, Marie Regelkonkurranse i skipsfarten. Skattemessige utslag ved valg av skipsregister og selskapsform, 185 s. 2009. Kr. 230,-
- 374 NYHUS, Øystein Nore Tredjepartsbruk av offshoreinstallasjoner. Om rammeverket for bruk av andres infrastruktur. 180 s. 2009. Kr. 220,-
- 375 VEGGE, Kristen Ny institusjonell regulering av det finansielle kraftmarkedet. Særlig om unntakene fra reglene. 86 s. 2009. Kr. 160,-

Bøker utgitt av Sjørettsfondet fra 1990

- Syversen, Jan: **Skatt på petroleumsutvinning**. 762 s. ISBN 82-90260-199l. Kr. 50.- 33-4
- Askheim, Bale, Gombrii, Herrem, Kolstad, Lund, Sanfelt, Scheel og Thoresen: **Skipsfart og samarbeid**. Maritime joint ventures i rettslig belysning. 1119 s. 199l. Kr. 50.-. ISBN 82-90260-34-2
- Brækhus, Sjur og Alex Rein: **Håndbok i kaskoforsikring** På grunnlag av Norsk Sjøforsikringsplan av 1964. 663 s. 1993. Kr. 100.-. ISBN 82-90260-37-7
- Hans Peter Michelet: **Last og ansvar**. Funksjons- og risiko- fordeling ved transport av gods under tidscerteparti. (Hefte) 180 s. 1993. Kr. 50.-. ISBN 82-90260-36-9
- Røsæg, Erik: **Organisational Maritime Law**. 121 s. (Utsolgt) 1993. Kr. 100.-.
- Nygaard, Dagfinn: **Andres bruk av utvinningsinnretninger**. 365 s. 1997. Kr. 100.-. ISBN 82-90260-40-7
- Bull, Hans Jacob: **Hefte i sjøforsikringsrett**. 60 s. 2. (Utsolgt) utg. 1997. Kr. 60.-.
- Michelet, Hans Peter: **Håndbok i tidsbefraktning**. 600 s. 1997. Kr. 100.-. ISBN 82-90260-31-8
- Arnesen, Finn, Hans Jacob Bull, Henrik Bull, Tore Bråthen, Thor Falkanger, Hans Petter Graver: **Næringsreguleringsrett** 187 s. 1998. Kr. 150.-. ISBN 82-90260-42-3
- Brautaset, Are, Eirik Høyby, Rune O. Pedersen og Christian Fredrik Michelet: **Norsk Gassavsetning - Rettslige hovedelementer** 611 s. 1998. Kr. 100.-. ISBN 82-90260-43-1
- Falkanger, Thor og Hans Jacob Bull: **Innføring i sjørett**. 6. utg. 573 s. 2004. Kr. 300.-. ISBN 82-90260-46-6
- Karset, Martin, Torkjel Kleppo Grøndalen, Amund Lunne: **Den nye reguleringen av oppstrøms gassrørledningsnett**. 344 s. 2005. Kr. 500,-. ISBN 89-90260-47-4

SCANDINAVIAN INSTITUTE OF MARITIME LAW forms part of the University of Oslo. It is also a part of the co-operation between Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden through the Nordic Council of Ministers. The core research areas are maritime law and petroleum/energy law. In MARIUS, articles from these core areas are published in the Nordic languages or English. It is issued at irregular intervals.

